

جامعـــة العلوم التطبيقية الخاصة
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم المحاسبة

أثر مقياس الأداء المحاسبي والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم
دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

إعداد
أنس إيليا عيادة المصاروة

إشراف
الدكتور عماد يوسف أحمد الشيخ

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

عمادة البحث العلمي والدراسات العليا
جامعة العلوم التطبيقية الخاصة

حزيران 2011

أثر مقياس الأداء المحاسبي والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم
دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

إعداد

أنس إيليا عيادة المصاروة

إشراف

الدكتور عماد يوسف أحمد الشيخ

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

عمادة البحث العلمي والدراسات العليا
جامعة العلوم التطبيقية الخاصة

حزيران 2011

اتحاد الجامعات العربية

الجامعة الأردنية / مركز إيداع الرسائل الجامعية

نموذج تفويض

أنا أنس ايليا المصاروة

أفوض جامعة العلوم التطبيقية الخاصة بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو الجهات أو الأشخاص عند الطلب.

التوقيع :

التاريخ :

Association of Arab Universities (AAU)

The University of Jordan

Theses Deposit Center

Authorization Form

I'm Anas Elia Al-Masarweh,

Authorize the Applied Science Private University to Supply Copies of my Thesis / Dissertation to Libraries or Establishment or Individual on Request.

Signature :

Date :

ج

الإهداء

إلى من قاسموني العناء في رحلتي

على طريق العلم...

إلى معلمي الأول والــدي الحبيب

إلى ينبوع الحنان والــدتي الكريمة

إلى أشقائي وشقيقتي احتراماً وتقديراً

أهــدي هذا العمل المتواضع

الباحث

انس المصاروة

شكر وتقدير

بعد شكر الله وحمدِه، أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى
الدكتور/ عماد الشيخ لما بذله من جهد في الإشراف على هذه الرسالة والذي كان له الفضل الكبير في إنجازها، كما وأشكر أعضاء لجنة المناقشة الكرام.

وأتقدم بالشكر والتقدير إلى عميد عمادة البحث العلمي والدراسات العليا، وعميد كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، وأعضاء هيئة التدريس في قسم المحاسبة، لكل ما قدموه من دعم وإسناد خلال فترة دراستي .

وأخيراً أتقدم بالشكر إلى كل من مدّ يَد العون لإنجاز هذه الرسالة
والله ولي التوفيق

الباحث

انس المصاروة

الفهرس

قائمة الأشكال

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

أثر مقياس الأداء المحاسبي والقيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الأسهم
دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

إعداد

أنس إيليا عيادة المصاروة

إشراف

الدكتور عماد يوسف أحمد الشيخ

الملخص

هدفت هذه الدراسة بشكل أساسي إلى قياس العلاقة بين المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية، مقياس العائد على الأصول Return on Assets (ROA) والعائد على حقوق الملكية Return on Equity (ROE)، وحصة السهم من الأرباح Earning Per Share (EPS) وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة، وقياس العلاقة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) وتأثيره على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة أخرى.

ولتحقيق ذلك اعتمد الباحث على منهج التحليل الوصفي، لتحديد العلاقة بين المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة وأثرهما على أسعار الأسهم للشركات الصناعية الأردنية كما واستخدمت الحسابات الختامية للشركات كوسيلة أساسية لتحقيق أهداف الدراسة كمصدر أولي، واستخدمت الأساليب الإحصائية المناسبة لاختبار الفرضيات متمثلة باختبار T للعينة الواحدة، و معامل ارتباط بيرسون، ومعامل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى أنه هناك علاقة ما بين مقاييس الأداء التقليدية وبين السعر السوقي للسهم وبدرجات مختلفة، وتبين أيضاً أن هناك علاقة ما بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والسعر السوقي للسهم، إلا أن درجة تأثير مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من مقاييس الأداء التقليدية، وأن سعر السهم السوقي يرتبط أكثر بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة من مقاييس الأداء التقليدية.

مقدمة الدراسة

استخدمت المقاييس المحاسبية للأداء بشكل واسع من قبل الباحثين والمستخدمين كمؤشرات لقياس أداء الشركات، فظهرت مقاييس مبنية على الأرباح المحاسبية (المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية)، مثال ذلك : مقياس العائد على الأصول Return on Assets (ROA) والعائد على حقوق الملكية Return on Equity (ROE)، وحصة السهم من الأرباح Earning Per Share (EPS) حيث أثبتت هذه المقاييس فاعليتها في الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة أيضاً، وقد تناولت العديد من الدراسات هذه المقاييس وعلاقتها بعوائد الأسهم وأسعارها أيضاً بشكل خاص، وقيمة الشركة بشكل عام، إلا أن هذه المقاييس لم تخلُ من الانتقادات التي وجهت إليها كتأثرها باختلاف الطرق المحاسبية واعتمادها الكبير على التقديرات.

رافق ذلك ظهور ما يعرف بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added (EVA) والذي طورته إحدى الشركات الاستشارية الأمريكية وهي شركة (Stern and Stewart co.) كمقياس لتقييم الأداء وتعظيم ثروة الملاك والذي يعني بمضمونه العام تحويل الربح المحاسبي إلى ربح اقتصادي، فالشواهد التحليلية التي قدمتها الشركة توصي بوجود علاقة طردية بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) التي تحققها الشركة وبين القيمة السوقية للسهم وبالتالي تعظيم ثروة الملاك.

ومن هنا أتى هذا البحث ليبين أثر العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمقاييس المحاسبية للأداء على أسعار القيم السوقية لأسهم الشركات الصناعية في الأردن، وبالتالي فهذا البحث هو محاولة لاعتماد القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمقياس لتقييم الأداء

في شركات الأعمال من خلال التغير في تقييم أسعار الأسهم في السوق بهدف تعظيم ثروة أصحاب حملة الأسهم.

وتم تناول هذا الموضوع من خلال أربعة فصول، وضع الفصل الأول الإطار المنهجي العام للدراسة، والدراسات السابقة، أما الفصل الثاني فتطرق من خلال ثلاثة مباحث إلى مفهوم مقاييس الأداء التقليدية، وتعريف القيمة الاقتصادية المضافة وأهميتها وكيفية حسابها، والتعديلات الضرورية التي أجرتها شركة Stern Stewart على البيانات المحاسبية للحصول على نتائج تتوافق مع الربح الاقتصادي للشركة .

أما الفصل الثالث فتناول الإطار العملي للدراسة من خلال مبحثين، تضمنا قياس التغيرات التي حدثت على متغيرات الدراسة خلال سنوات الدراسة من 2007 إلى 2009، وأخيراً اختبار الفرضيات.

والفصل الرابع تناول ما توصلت إليه الدراسة من نتائج وفي ضوئها تم تقديم مجموعة من التوصيات المناسبة.

مشكلة الدراسة :-

استخلصت مشكلة الدراسة من جزء من المشكلات المالية الكبيرة التي يدور حولها جدل واضح، فكل شركات الأعمال تسعى إلى النجاح والنمو اللذان يمثلان جوهر إستراتيجية عملها، فمضمون النجاح والنمو لا يتوقف فقط على قدرة الإدارة في خلق بيئة عمل جديدة، وإنما أيضاً في امتلاك فكر جديد لمنهج جديد وقدرتها على هندسة الإدارة المالية باعتبارها التخصص الأكثر تعقيداً في مجال الفكر الإداري والأكثر ارتباطاً وتنفيذاً للأداء المالي.

ومن هنا يمكن بلورة مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات التالية:-

- هل أنّ أسعار الأسهم للشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تتغير ارتفاعاً أو انخفاضاً وفق شكل العلاقة بينها وبين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، أو حسب العلاقة مع المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية ؟
- هل الاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس لتقييم الأداء في شركات الأعمال يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك ؟

أهمية الدراسة :-

تبرز أهمية هذه الدراسة على أنها سوف تقوم بدراسة أسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التي ستمثل بيئة الدراسة من خلال العمل على قياس العلاقة بين المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية و مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تأثيرهما على القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية المساهمة .

فمن هنا جاءت أهمية الدراسة في بلورة طبيعة العلاقة بين كل من المقاييس المحاسبية لـــلأداء التقليدية ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة بالقيم السوقية لأسعار الأسهم وتحديد ما تفـــسره هـــذه المؤشرات من تغيرات بالقيم السوقية لأسعار الأسهم، والتي قد تكون ذات نفع وفائدة للمعنيين فـــي تقييم أداء الشركات ، والتي ستكون (حسب علم الباحث) أيضاً من الدراسات القليلة من نوعها التي سوف تدرس أثر هذه العلاقة على السوق الأردني .

أهداف الدراسة :-

يمكن صياغة أهداف الدراسة على النحو التالي:-

1- قياس العلاقة بين المقاييس المحاسبية للأداء التقليدية وهي (العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE، وحصة السهم من الأرباح EPS) وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية.

2- قياس العلاقة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات الصناعية الأردنية.

فرضيات الدراسة :-

الفرضية الرئيسية الأولى

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المقاييس المحاسبية لــلأداء التقليديــة وأســعار الأســهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (HO).

وينبثق عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:-

الفرضية الفرعية الأولى

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد وأسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (HO).

الفرضية الفرعية الثانية

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (HO).

الفرضية الفرعية الثالث

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (HO).

الفرضية الرئيسية الثانية

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وأســعار الأســهم للــشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية (HO).

الدراسات السابقة

الدراسات العربية:-

1- دراسة الشيخ والبلداوي (2008) : "نحو قياس أفضل لأداء الشركات من خلال التكامل بين نظام التكاليف المبني على الأنشطة ونظام القيمة الاقتصادية المضافة".

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد التكامل بين النظامين (نظام التكاليف المبني على الأنشطة ونظام القيمة الاقتصادية المضافة)، من اجل توفير معلومات أكثر دقة من ناحية التكلفة تتلاءم مع ما يسعى إليه المساهمون في زيادة ثرواتهم ، وفي قياس أداء الإدارة بشكل كفؤ ، فمن خلال التكامل بين النظامين ستستطيع الإدارة أن تميز أي العوامل أو المكونات أو العمليات التي تعتبر قيماً حقيقية لموجهات التكلفة، والتي تؤثر في إمكانية خلق قيمة محتملة للشركة .

ومن أهم نتائج هذه الدراسة أن نظام التكاليف المبني على الأنشطة يعطي معلومات أكثر دقة، إلا انه لم يبين أو يحدد أي تلك المنتجات التي كانت تخلق القيمة الاقتصادية المضافة التي تساهم في زيادة الثروة للمساهمين . وتوصل الباحثان أيضاً بان تطبيق الإدارة للنظامين يساعد في اتخاذ القرارات المناسبة مثل استخدام عدة إستراتيجيات ممثلة في : زيادة سعر البيع ، تخفيض حاجة المنتج من رأس المال، تخفيض تكلفة التشغيل ، زيادة المخرجات ولو بكميات قليلة من رأس المال مع الاحتفاظ بمستوى تكلفة التشغيل، والبحث عن منتج بديل أو إلغاء منتج.

2- دراسة الرواشدة (2006) : "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم".

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول (ROA) وحصة السهم من الأرباح (EPS) والعائد على حقوق الملكية (ROE) و التدفق النقدي من العمليات التشغيلية (CFO) بعوائد الأسهم .

بالإضافة إلى ذلك فقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى العلاقة بين القيمة الاقتصادية وعوائد الأسهم، واختبار مدى مساهمة كل من هذه المقاييس في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم.

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة فقد تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت (47) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان المالية خلال الفترة ما بين (1998-2004).

تم استخدام تحليل الارتباط والانحدار لاختبار فرضيات الدراسة. وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى أن كل من مقاييس الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة على علاقة بعوائد الأسهم وكلاهما يقدم تفسيراً للاختلافات في عوائد الأسهم، ولكن كانت مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطاً والأكثر تفسيراً لعوائد الأسهم، وان هناك محتوى إضافي للمقاييس التقليدية في تفسيرها لعوائد الأسهم في حين لا يوجد أي محتوى إضافي يذكر للقيمة الاقتصادية المضافة.

3- دراسة الزبيدي و الكيلاني (2004) : "إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة" .

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبين تقييم الأداء بشكل عام و الأداء المالي بشكل خاص لتعظيم ثروة الملاك من خلال زيادة أرباح التشغيل بدون زيادة الاستثمار في الشركة، ومن خلال تخفيض رأس المال المستثمر مع المحافظة على حجم العمليات التشغيلية ذاتها أو تخفيض الاستثمار في الأنشطة التي لا تحقق عوائد مجزية، ومن خلال استثمار رأسمال إضافي في مشروعات جديدة تحقق أرباحاً أكبر من كلفة الاستثمار(كلفة التمويل).

وأشار الباحثان أن العلاقة بين هذه الأهداف أعلاه سوف تضع إطاراً تحليلياً للعلاقة بين الأرباح المتحققة من العمليات التشغيلية والاستثمار المساهم في ذلك، والذي يوصل إلى ما يعرف بالتحميل مقابل الكلفة الذي يجسد معيار القيمة الاقتصادية المضافة، حيث تم دراسة 20 شركة من القطاع الصناعي في الأردن وفق البعد النظري للبحث خلال الفترة 1998-2000.

ومن أهم نتائج هذه الدراسة أن التغيرات في أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية جاءت متباينة فيما بين الشركات مما لا يدع مجالاً للشك من أن أسعار الأسهم مستقلة في الجزء الأكبر من تغيراتها ارتفاعاً أو انخفاضاً عن القيمة الاقتصادية المضافة . و توصل الباحثان أيضاً إلى وجود تجاهل أو ضعف في إمكانية استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة من قبل الإدارات المالية في شركات الأعمال الأردنية .

4- دراسة أبو العلا (2001) : "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم" .

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و الصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة (Refined Economic Value Added)، وعلاقتها مع العوائد غير العادية للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية.

أشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ومهمة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة (REVA) و بين العوائد غير العادية للأسهم ، حيث تم استخدام نموذج الانحدار الخطي، وقد بلغت القوة التفسيرية (R^2) للقيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم 54% وبين الصيغة المعدلة للقيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم 84% والتي تشير إلى وجود ارتباط قوي بينهم.

الدراسات الأجنبية:-

1- Marius P. , et al (2008) ;

"The Managerial Performances Evaluation through the Economic Value Added".

هدفت هذه الدراسة إلى عمل تقييم أداء إداري لمجموعة من الشركات الرومانية من خلال احتساب القيمة الاقتصادية (EVA) الحالية والقيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية بالاعتماد على مايلي:-

أ- صافي التدفقات النقدية المتوقعة من العمليات التشغيلية

Estimation cash flow from operating activities

ب- حساب تكلفة رأس المال لكل سنة مستقبلية تنتهي بها

The calculation of the capital cost for each year forecasting

ج- حساب القيمة الاقتصادية المضافة لكل سنة من سنوات التنبؤ

The computation of (EVA) for each year forecasting

د- حساب القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة لجميع القيم المتوقعة المتوسطة

The discount (EVA) through bringing in the present all future expected values of EVA

حيث أظهرت نتائج هذه الدراسة مايلي:-

أ- كلما كانت القيمة الاقتصادية المضافة أكبر أو تساوي صفر ($EVA \geq O$) سيتم قبول المشروع، أما إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة أصغر من صفر ($EVA < O$) فسيتم

رفض المشروع، أي أن معيار التقييم يقول بأنه كلما كانت EVA موجبة كلما كان المشروع مفضلاً أكثر.

ب- هناك علاقة طردية بين فعالية الأنشطة التشغيلية والقيمة الاقتصادية المضافة.

ج- القيمة الاقتصادية المضافة تتأثر بعمليات المنشأة الإنتاجية والتسويقية مثل كفاءة الشركة والموظفين وكيفية تنظيم عمليات التصنيع وجودة الخدمات والسلع المقدمة.

د- القيمة الاقتصادية المضافة هي المقدمة المنطقية لتوقعات حملة الأسهم.

2- George A, (2007) ;

"Value- Based Management, EVA and stock price performance in Canada"

هدفت هذه الدراسة إلى عمل مقارنة بين أسعار أسهم الشركات الكندية التي تبنت استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والشركات التي لم تتبنى استخدام ألـــ (EVA)، حيث تم عمل مسح ميداني لأكثر من 300 شركة كندية وتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة، وهما القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار أسهم هذه الشركات، ومن ثم تحليل العلاقة من خلال معامل الانحدار.

أشارت نتائج هذه الدراسة أن الشركات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تكون نسبة النمو بأرباح أسهمها أعلى مقارنة مع تلك الشركات التي لا تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن هناك جدل حول ذلك لأن نسبة انتشار مقياس EVA في كندا والولايات المتحدة الأمريكية لا تكاد تصل إلى 34%، حيث فسّر ذلك بأن هناك عوامل أخرى مثل العرض والطلب ومدى وعي المدراء الماليين باستخدام أساليب مالية حديثة تعظم ثروة حملة الأسهم.

Ahmad ، (2006) ; -3

I

"Is Economic Value Added more associated with stock Return than accounting earning? The U.K evidence"

ركزت هذه الدراسة على دراسة القيمة الاقتصادية المضافة التي هي الأقرب في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم مقارنة بالمقاييس المحاسبية الأخرى، وهي صافي الدخل المتاح لحملة الأسهم وصافي الدخل بعد الضريبة، وصافي التدفقات من العمليات التشغيلية، وصافي الدخل المتبقي حيث تم أخذ عينة من أكثر من 2000 شركة بريطانية وتم استخدام معامل الارتباط لتفسير أي من هذه العوامل له درجة تأثير أكبر.

ومن أهم ما توصلت إليه هذه الدراسة بأن صافي الدخل، وصافي الدخل بعد الضريبة لهما تـــأثير أكبر وتفوقا على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي من خلال ارتباطهم بعوائد تلك الأسهم، وأن نسبة ما تفسره القيمة الاقتصادية المضافة تتراوح بين 20%– 24% ويعود البـــاقي لعوامل أخرى منها: عوامل العرض والطلب، الرضى الوظيفي، نوعية وجودة الخـــدمات، نـــسبة نمو الحصة السوقية للشركة.

Robert F. , et al (2005) ; -4

"Does Economic Value Added (EVA) improve stock performance profitability?"

ركزت منهجية هذه الدراسة على الشركات التي تحمل أسهمها عوائد منخفضة نسبياً، وهل تبني هذه الشركات تطبيق معيار القيمة الاقتصادية المضافة سوف يؤدي إلى تحسين عوائد أسهمها، حيث تم استخدام مقاييس الأداء التالية: العائد على الأصول (ROA)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، و القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لقياس أداء أسعار وعوائد الأسهم خلال فترة الدراسة وهي خمس سنوات. وأظهرت نتائج هذه الدراسة بأن الشركات التي تبنت استخدام القيمة الاقتصادية المضافة قد حققت ارتفاعاً في عوائد أسهمها بمعدلات متوسطة مقارنة مع تلك الشركات التي لم تتبنى تطبيق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

Farzad F. , et al (2000) ; -5

"Economic Value Added (EVA) and Stock Returns"

ركزت هذه الدراسة على قياس التكلفة الموزونة لرأس المال (WACC) من خلال إيجاد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم وذلك لتحقيق هدف المنشأة الرئيسي وهو تعظيم أرباح حملة الأسهم، حيث تم تجميع البيانات بواسطة شركة Stern steward company لحساب القيمة الاقتصادية المضافة لحوالي 1000 شركة وتم تجميع البيانات أيضا من شركة Bloomberg للأبحاث وشركة Yahoo من خلال موقع www.yahoofinance.com.

وأشارت نتائج الدراسة بأن العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد الإجمالية للأسهم خلال فترة الدراسة وهي خمس سنوات (1996- 2000)، هي علاقة ضعيفة مقارنة مع المقاييس الأخرى، وأيضاً بأن نسبة ما تفسره القيمة الاقتصادية المضافة بالنسبة للتذبذبات في عوائد الأسهم هي نسبة ضعيفة أيضاً مقارنة بالمقاييس الأخرى.

منهجية الدراسة :-

اعتمدت الدراسة على منهج التحليل الوصفي بالاعتماد على مجموعة من الأدوات البحثية لغرض إكمال متطلباتها في جانبيها النظري والميداني وكما يلي :-

الجانب النظري : تم الاعتماد على ما هو متوفر من مصادر عربية وأجنبية من دراسات وبحوث، فضلاً عن النشرات والمعايير التي تصدرها المنظمات المهنية المختصة، والتي تم الحصول عليها من المكتبات وشبكات الانترنت.

الجانب الميداني : تم الاعتماد في هذا الجانب على القوائم المالية والحسابات الختامية و النسب المالية باعتبارها احد المصادر الرئيسية في جمع البيانات .

مجتمع الدراسة وعينته :-

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009.

وفق البعد النظري للبحث ومضمونة وفرضياته، تم اختيار القطاع الصناعي في الأردن لإجراء الدراسة بسبب كبر حجم القطاع من حيث عدد الشركات، وتصاعد مؤشرات النمو لأخر خمس سنوات فقد تكونت عينة الدراسة من 43 شركة صناعية أردنية مساهمة عامة لغاية 2009.

حيث بلغ عدد الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي 84 شركة لغاية 2009 و تم استبعاد الشركات الآتية كما يوضحها جدول رقم (1) :-

جدول رقم (1)

الشركات المستبعدة حسب الشروط الواجب توفرها

عدد الشركات المستبعدة	سبب الاستبعاد
5	سعر سهم الشركة معوم
22	إدراجا جديدا أو أسهم في السوق الأول
9	أوقفت التداول في أسهمها
5	عدم توفر بيانات
41	مجموع الشركات المستبعدة

الشروط الواجب توفرها في عينة الدراسة (حسب تعليمات إدراج الأوراق المالية في سوق عمان المالي المادة رقم 6 لسنة 2004) :-

1- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.

2- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن (100%) من رأس مالها المدفوع.

3- تكون الشركة قد حققت أرباحا صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال السنوات الثلاثة الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.

4- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن:-

(5%) إذا كان رأس مالها (50) مليون دينار فأكثر، (10%) إذا كان رأس مالها أقل من (50) مليون دينار.

5- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن (100) مساهم.

6- أن لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن (20%) من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر اثني عشر شهراً، وأن يكون خلال نفس الفترة قد تم التداول بـ(10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.

متغيرات الدراسة :-

شكلت متغيرات الدراسة الآتية منهجية التحليل ومضمون البحث وفقاً لطبيعة وحدود الفرضيات المختارة وهذه المتغيرات هي:-

أولاً : القيمة الاقتصادية المضافة (المتغير المستقل) :-

وهي جوهر الموضوع وقد تم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق الطريقة التي طرحتها شركة Stern and Stewart والتي سيتم شرحها في الفصول اللاحقة حيث تساوي صافي ربح التشغيل بعد الضريبة – (المعدل الموزون لكلفة التمويل × الاستثمار)

ثانياً : معدل العائد على الأصول (متغير مستقل)

ثالثاً : معدل العائد على حقوق الملكية (متغير مستقل)

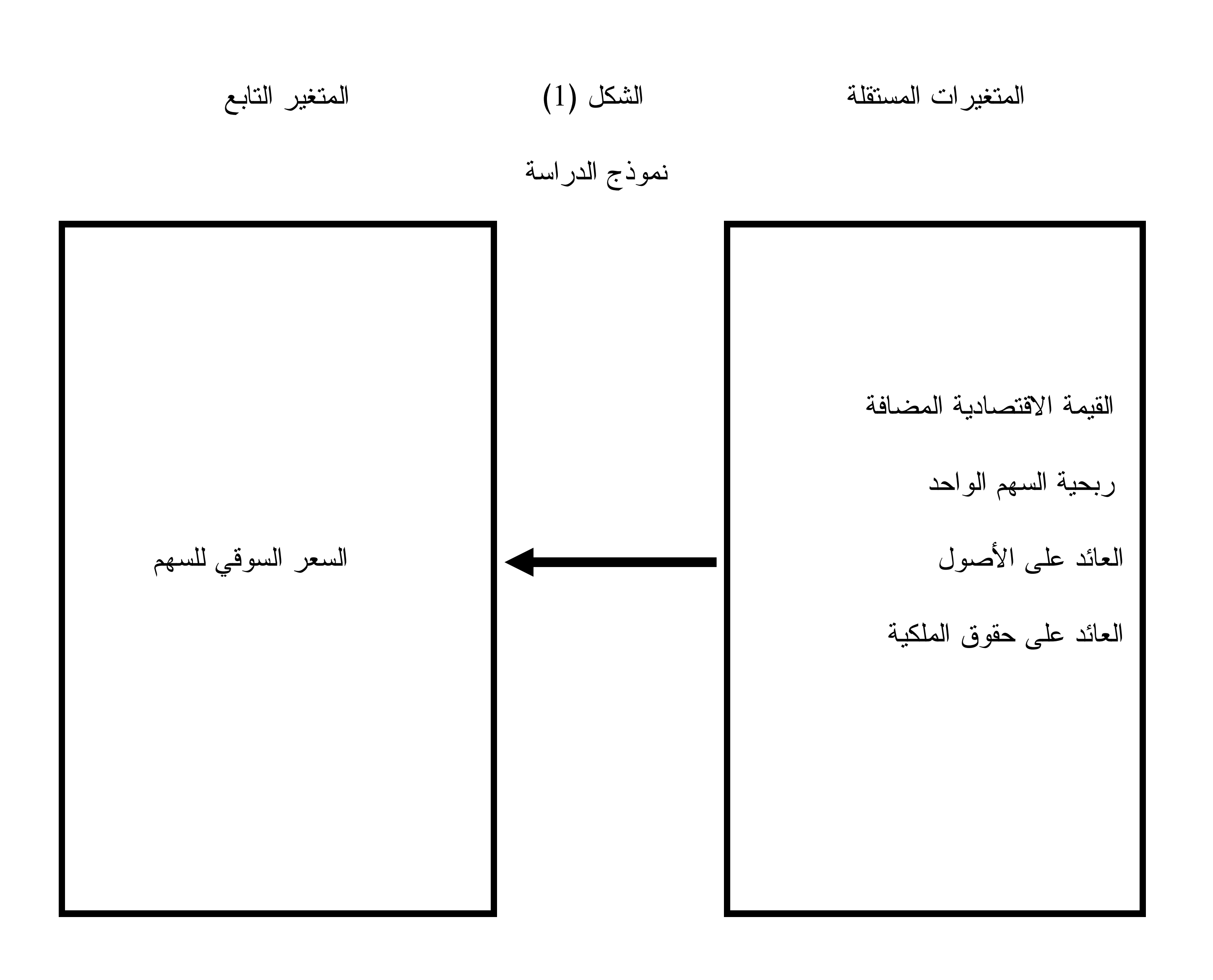
رابعاً : حصة السهم من الأرباح (متغير مستقل)

خامساً : السعر السوقي للسهم (متغير تابع)

وفيما يلي البيانات المالية التي سيتم استخراجها من القوائم المالية للشركات عينة الدراسة لأغراض البحث:

1. صافي الدخل بعد الضريبة
2. متوسط الأصول
3. أرباح الأسهم الممتازة
4. متوسط حقوق الملكية للأسهم العادية
5. عدد الأسهم القائمة
6. مجموع القيمة الدفترية لإجمالي الديون
7. القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية

نموذج الدراسة:-



الشكل (1)

نموذج الدراسة

الأساليب الإحصائية:-

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على الأساليب الإحصائية المناسبة لاختبار الفرضيات متمثلة باختبار T للعينة الواحدة، و معامل ارتباط بيرسون، وأساليب أخرى وذلك لملاءمتها لتفسير مثل هذه العلاقات المستخدمة في هذه الدراسة والمستخدمة سابقاً في مثل هذه الدراسات، حيث أن نموذج الارتباط سيستخدم من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرات في حين أن نموذج الانحدار:-

$$R_{it} = \alpha_{1it} + \beta_{1it}\,(ROA_{it}) + \beta_{2it}\,(ROE_{it}) + \beta_{3it}\,(EPS_{it})$$

$$B_{4it}\,(EVA_{it}) + e_{it}$$

سيكون ملائماً لاختبار القدرة التفسيرية لهذه العلاقات وذلك من خلال استخدام برنامج التحليل الإحصائي (SPSS).

قياس المتغيرات:-

معدل العائد على الأصول = صافي الدخل بعد الضريبة / متوسط الأصول

معدل العائد على الملكية = (صافي الدخل بعد الضريبة− أرباح الأسهم الممتازة) / متوسط حقوق الملكية للأسهم العادية

حصة السهم من الأرباح = (صافي الدخل بعد الضريبة− أرباح الأسهم الممتازة) / متوسط عدد الأسهم القائمة

– القيمة الاقتصادية المضافة:

EVA= NOPAT- WACC

حيث أن :–

NOPAT : صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.

NOPAT= EBIT (1-T)

حيث أن:–

EBIT: الربح قبل الفوائد والضريبة

T : معدل الضريبة على الدخل.

WACC: التكلفة الموزونة أو المرجحة لرأس المال

$$WACC= B/ VL * RB(1-T) + S/VL * RS$$

حيث أن :–

القيمة الدفترية لإجمالي الديون التي تحمل سعر فائدة	B:-
القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية	S:-
قيمة الشركة وهي عبارة عن مجموع القيمة الدفترية لإجمالي الديون التي تحمل سعر فائدة والقيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية أي VL= B+ S	VL:-
تكلفة القرض بعد الضريبة: سعر الفائدة على القرض (1– معدل الضريبة)	RB(1-T)
تكلفة حقوق الملكية	RS:-

تكلفة حقوق الملكية والتي سنقوم بتقديرها هنا باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية : (CAPM)

$$RS = Rft + \beta it (Rmt - Rft)$$

حيث أن :-

العائد الخالي من المخاطر وهو العائد على أذونات الخزينة للسنة (t)	Rft:-
عائد السوق	Rmt::-
بيتا للسهم (i) في السنة (t)	βit:-

و يأخذ هذا النموذج مكانة متميزة في الإطار التحليلي في سوق الأوراق المالية لأنه يأخذ بنظر الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطر.

ويعود الفضل في عرض هذا النموذج إلى وليم شارب (William Sharp) وذلك عام 1964 وقد حاز بسبب جهوده في صياغة هذا النموذج على جائزة نوبل عام 1990 مشاركة مع Marcowits. (الزبيدي و الكيلاني 2004،ص 12)

- معدل العائد الخالي من المخاطر: -

يتحدد معدل العائد الخالي من المخاطر (Risk Free Rate) على عوائد الاستثمارات المالية التي تصدرها الدولة للأمد القصير مثل أذونات الخزينة، فالمعروف عن هذه الإصدارات إنها خالية المخاطر وبالذات تلك المخاطر الناشئة عن احتمالات الضعف في القدرة الايفائية ، إلا أن هذه الاستثمارات تتمتع بعائد قد يكون منخفضا قياساً بأسعار الفائدة وقد تم اختيار المعدل(3.25) كعائد خالي من المخاطر وفق ما هو معلن عنه في المملكة كعائد على أذونات الخزينة للأمد القصير .

- معامل بيتا الإحصائي

يمثل معامل بيتا الإحصائي (Beta coefficient) جوهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهو يمثل مقياساً إحصائياً للمخاطر المنظمة (Systematic Risk) وهي المخاطر الشائعة للاستثمارات المالية في سوق الأوراق المالية، وهي المخاطر التي لا يمكن تجنبها بواسطة التنويع (Diversification).

ويقيس معامل بيتا حساسية عائد السهم اتجاه عائد محفظة السوق، بمعنى آخر هو مقياس لتوافق حركة عائد سهم معين مع عائد مجموعة من الأسهم في السوق والتي تشكل المحفظة.

إحصائياً فإن معامل بيتا يمثل التباين المشترك بين عائد السهم وعائد السوق حسب المعادلة التالية:-

$$B = \frac{Cov(RsRm)}{sRm}$$

حيث أن :

- B : معامل بيتا
- Cov (Rs Rm) : التباين المشترك بين عائد السهم Rs وعائد السوق Rm وهو حاصل ضرب معامل الارتباط (R) بين العائدين لكل من الانحراف المعياري لكلا العائدين .

وقد تم حساب معامل بيتا الإحصائي لكل شركة من شركات مجتمع الدراسة بعد أن تم حساب عائد محفظة السوق (Rm) وعائد السهم الواحد (Rs) وهي عملية غاية في الأهمية وأساسية في التحليل .

مقاييس الأداء التقليدية

مقدمة :-

لقد شغلت المؤشرات المالية اهتمام الكثير من المحللين الماليين ، فهي الأداة التي تعكس واقع الشركات وتبرز أهم نقاط قوتها وضعفها بالنسبة للسوق ، فمن خلالها يتمكن المدير المالي من تقييم واختيار البدائل المتوافقة مع ظروف الشركة، وتعتبر ركناً أساسياً في التخطيط المالي السليم فهي تمكن الإدارة من التنبؤ بمدى نجاح مشاريعها المستقبلية واتخاذ القرارات المناسبة بأقل درجة مخاطرة ممكنة.

وتشتق المؤشرات المالية من القوائم المالية التي تلزم جميع الشركات المساهمة بنشرها في سوق الأوراق المالية، ليتمكن المتداولون في السوق من مستثمرين ومضاربين ومحللين ماليين ومدراء شركات وغيرهم من اتخاذ القرارات السليمة المبنية على أسس علمية، وجميع البيانات والمعلومات والمؤشرات المستمدة من هذه القوائم المالية، ما هي إلا بيانات كمية لا يستطيع أن يكتفي بها أفراد السوق في اتخاذ القرارات المتعلقة بواقعه المالي ككل، فهناك عوامل أخرى وصفية تؤثر على نوعية الأرباح والأصول بالتالي تؤثر على المؤشرات والنسب المالية المرتبطة بها، في حين لا يتم ظهورها في القوائم المالية كسمعة الإدارة العليا والمستوى المهني والعلمي لأعضاء مجلس الإدارة ومؤهلات وخبرات المدراء التنفيذيين والحوافز التشجيعية للعاملين وبرامج التدريب ونوعية الإنتاج والحصة السوقية للشركة في السوق، وغيرها من المعلومات التي تعتبر مكملة للمؤشرات والنسب المالية المشتقة من القوائم والتقارير المالية للشركات، وعليه لا تستطيع إدارة الشركات والمحللين الماليين الاستغناء عن مجموعة هذه المؤشرات التي تكمل بعضها البعض، فهي تعمل مجتمعة في اتخاذ القرارات، فكل منها يهتم بجانب معين ويحتاج إلي ما يكمله بمؤشر أخر ، ونستعرض هنا أهم المؤشرات المحاسبية التي تم استخدامها كعناصر أساسية في الدراسة الميدانية.

1- معدل العائد على الأصول (Return On Assets (ROA

ويُعرف معدل العائد على الأصول أيضاً بمعدل العائد على الاستثمارات حيث يعتبر معدل العائد على الأصول احد المقاييس الأساسية للربحية، ويُعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة (Lawrence J. Gitman, 2002, p144) حيث يقيس القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تمويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للإدارة ولا يعكس أثر الأنشطة التمويلية في الربحية. ويحسب هذا المعدل على النحو الآتي :-

معدل العائد على الأصول = صافي الدخل بعد الضريبة/ متوسط إجمالي الأصول.

وهنالك أسلوب أخر لحساب معدل العائد على الأصول حسب نظام DuPont وهو الربط ما بين صافي هامش الربح (الذي يقيس ربحية المبيعات) مع إجمالي معدل دوران الأصول (الذي يعتبر مؤشر لكفاءة استخدام الشركة لأصولها في تكوين وخلق المبيعات)

ويحسب أيضاً كمايلي : (Lawrence J. Gitman, 2002, p147) .

معدل العائد على الأصول = صافي هامش الربح × معدل دوران الأصول

وسائل تحسين معدل العائد على الأصول :-

1- تحسين نسبة هامش الربح

ويمثل احد الوسائل التي تتبعها المنشأة لتحسين معدل العائد من خلال سياسات معينة مثل زيادة سعر بيع السلعة وتقليص النفقات مع عدم إغفال الطلب على السلعة فمثلاً إذا كانت مرونة الطلب على السلعة عالية فان رفع الأسعار سيؤدي إلى تخفيض حجم المبيعات بشكل ملموس، وبالتالي تخفيض معدل دوران الأصول، وغالباً سيكون أثر هذا التخفيض في معدل دوران الأصول أكبر من أثر الزيادة في هامش الربح على معدل العائد على الأصول، ولذلك فان انتهاج سياسة رفع الأسعار لتحسين معدل العائد على الأصول في هذه الحالة لا يبدو ملائماً ، أما في حالة إذا كان الطلب على السلعة التي تتعامل بها المنشأة عديم المرونة، فان أثر ارتفاع الأسعار على حجم المبيعات سيكون طفيفا إن وجد، ولذلك هناك فرصة لنجاح هذه السياسة، لأن أثر الزيادة في نسبة هامش الربح على معدل العائد على الأصول سيكون غالباً أعلى من أثر الانخفاض في معدل الدوران الناجم عن انخفاض المبيعات المحتمل.(الخلايلة ، 2000)

2- زيادة معدل دوران الأصول

يقيس معدل دوران الأصول كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة ويعكس قدرة كل دينار مستثمر في الأصول على تحقيق المبيعات، وزيادة كفاءة الإدارة في استخدام الأصول يؤثر ايجابياً على معدل العائد، ولتحسين معدل دوران الأصول فان الإدارة قد تلجأ إلى إحدى الطرق التالية :-

أ- تقليص الاستثمارات في الأصول

إن الاستثمار الزائد في الأصول المتداولة (مثل الذمم أو المخزون) أو في الأصول الثابتة يتعارض مع الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، فكل دينار مستثمر في هذه الأصول له تكلفة تتمثل في كلفة رأس المال، فإذا استطاعت الإدارة تقليص الاستثمارات في الأصول مع الاحتفاظ على نفس المستوى من المبيعات فان هذا يزيد من معدل دوران الأصول وبالتالي فان ربحية المنشأة سوف تزداد .

ب- تحسين حجم المبيعات

تحسين حجم المبيعات مرتبط بسياسات المنشأة المتبعة مثل تخفيض الأسعار، فتخفيض الأسعار يؤدي إلى زيادة المبيعات ولكن في نفس الوقت يخفض نسبة هامش الربح، وبالتالي نجاح أو فشل هذه السياسة يتوقف بشكل رئيسي على مرونة الطلب على السلعة وظروف المنافسين.

وفي النهاية وفيما يتعلق بوسائل تحسين معدل العائد على الأصول، نجد اختيار السياسة الأفضل يتوقف على نوع الصناعة والعديد من المحددات المرتبطة بها، إذ نجد انه في بعض الصناعات تكون فرصة تحسين معدل الدوران، ومن ناحية أخرى نجد أن العكس قد ينطبق على صناعات أخرى (الخلايلة ، 2000).

2- معدل العائد على حقوق الملكية Return On Equity (ROE)

يُعبر مقياس معدل العائد على حقوق الملكية عن العلاقة بين أموال مالكي المشروع المستثمرة والعوائد المتأتية منها، والذي يقيس العائد لكل دينار مستثمر من قبل مالكي المشروع.

ويحسب هذا المعدل على النحو الآتي :-

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضريبة} - \text{توزيعات أرباح الأسهم الممتازة}}{\text{متوسط حقوق الملكية للأسهم العادية}}$$

يمثل البسط في هذه المعادلة الدخل المتاح لحملة الأسهم وهو عبارة عن صافي الدخل بعد الضرائب مطروحاً منه حصص الأرباح على الأسهم الممتازة (إن وجدت) حيث يتقاضى حملة الأسهم الممتازة حقوقاً ثابتة على شكل أرباح وهي لا تعتبر عبئاً على الأرباح، بل توزيعاً لها.

أما المقام فيمثل متوسط حقوق حملة الأسهم العادية، وحقوق حملة الأسهم العادية تمثل إجمالي حقوق المساهمين مطروحاً منه الأسهم الممتازة، ويشتمل إجمالي حقوق المساهمين على رأس مال الأسهم العادية ورأس المال الإضافي العادي، والأرباح المحتجزة، وحسابات رأس المال الإضافي الأخرى والاحتياطيات.

3- حصة السهم من الأرباح Earning Per Share (EPS)

يمثل ربحية السهم الواحد صافي دخل الشركة مخصوماً منه الضرائب وأرباح الأسهم الممتازة، التي يتم تخصيصها لكل سهم من الأسهم العادية. ويمكن حساب هذا الرقم ببساطة عن طريق قسمة صافي الدخل المكتسب من الفترة المشمولة بالتقرير الختامي (بالعادة ثلاثة أشهر أو سنوياً) من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة نفسها، لأن عدد الأسهم القائمة يمكن أن يتذبذب، وعادة ما نستخدم المتوسط المرجح، وربحية السهم الواحد تعتبر من المؤشرات المهمة التي تقيس ربحية الشركة.(Kieso et al, 2011,p 147)

ويحسب هذا المعدل على النحو الآتي :-

$$\text{حصة السهم من الأرباح} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضريبة} - \text{أرباح الأسهم الممتازة}}{\text{متوسط عدد الأسهم القائمة}}$$

وتعتبر ربحية السهم (أي نصيب السهم من الأرباح) من المعلومات التي يحتاجها المستثمرون والمقرضون وغيرهم من مستخدمي القوائم المالية وبدرجات متفاوتة، فالعائد على السهم من أهم العوامل التي تهم المستثمرين، فالاهتمام بالقوة الايرادية للشركة ليس مقصوراً على المستثمرين بل أنها من العوامل التي تهم المقرضين وخاصة في الأجل الطويل، فقدرة الشركة على تحقيق الأرباح تشكل مصدر الأمان الرئيسي للمقرضين لضمان تسديد الديون في الأجل الطويل.(الخلايلة ، 2000)

وتتأثر عملية احتساب ربحية السهم بهيكل رأس المال وهنا يمكن التمييز بين حالتين :

1- رأس المال البسيط (Simple Capital Structure)
2- رأس المال المركب (Complex Capital Structure)

مقاييس الأداء الحديثة (القيمة الاقتصادية المضافة)

نشأة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added

ساهم التقدم السريع والنمو المضطرد في شركات الأعمال على تطوير العديد من أدوات قياس الأداء منها : الدخل المتبقي (Residual Income (RI ، ومعدل العائد الداخلي Internal Rate of Return(IRR)، ومعدل العائد على الاستثمارات على أساس التدفقات النقدية Cash Flow Return on Investment ، والاعتماد على النمو المستقبلي Future Growth Reliance(FGR) والقيمة الاقتصادية المضافة (Economic Value Added (EVA ، وتشترك هذه المقاييس جميعها في هدف واحد وهو قياس أداء الشركة داخلياً وخارجياً خلال فترة محددة، لتحسين مستوى العمل فيها وتعزيز منافستها للشركات الأخرى وبالتالي جذب أنظار المستثمرين لها للاستثمار فيها (الزبيدي والكيلاني،2004،ص22).

فمنذ أكثر من قرن مضى كانت الشركة تتنبأ بأرباحها المتوقعة من خلال قيمتها الاقتصادية، وفي بداية القرن العشرين ونظراً لتوسع أعمال المنشآت وزيادة متطلباتها ظهر بما يسمى بالدخل المتبقي (RI) واستعمل على نطاق أوسع من القيمة الاقتصادية، فكان مؤشراً لقياس الأداء الداخلي للشركة بالإضافة إلى استعماله في قياس أداء الشركات الأخرى من خلال قوائمها المالية وإمكانية المقارنة بينها، وتم تطبيقه أيضاً في عدة شركات عالمية كبرى مثل General Motors ، التي حققت نجاحا ملموساً في ذلك الوقت، ومع نهاية القرن الماضي أجرت شركة Stern Stewart عدد من التعديلات على مفهوم الدخل المتبقي وأصدرته بمفهوم ومسمى جديد كعلامة تجارية لها باسم " ®Economic Value Added) EVA) " ، وقد حقق مفهوم (EVA) نجاحاً كبيراً في تفسيره للأرباح المستقبلية وتقييم الأداء الداخلي للشركة، كما استطاعت الشركات المطبقة لاستراتيجياتها أن تحقق تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية أفضل من السابق، وهكذا تمكنت

EVA من احتلال مكان الصدارة ما بين المقاييس الأخرى التقليدية (كالعائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول، وربحية السهم) (Marius et al,2008,p12) .

وتعتبر شركة Stern Stewart التي تأسست في 1 نوفمبر لعام 1982م من الشركات الرائدة في مجال الأعمال والاقتصاد، فهي تطبق أفضل النظريات والسياسات المالية التي تم تطبيقها في أرقى جامعات إدارة الأعمال، وعملت مع أكثر من 400 شركة عالمية بمهام تُركز على تعظيم القيمة للمساهمين ، كما تضم عدد من الأكاديميين والمهنيين من اجل التجديد والتطوير المستمر، فهي تشجع على تدريب و تطوير جميع الموظفين في الشركات المساهمة ليتمكنوا من فهم ما يعنيه تعظيم القيمة ، وأضاف رئيس مجلس إدارة الشركة قائلاً " إذا ضخمت الشركات قيمتها مع مرور الوقت فان الفائض الناتج سيتم استثماره في أي مكان أخر في المجتمع و هذا سوف يخلق فرص عمل إضافية ودخل إضافي لأشخاص لم يكونوا قادرين الحصول على ذلك، وبالتالي فان تعظيم القيمة يساهم في تحقيق الرفاهية للمجتمع " (www.sternstewart.com).

وقد كان تقويم نموذج التدفق النقدي الحر Free cash flow (FCF) من أوائل أعمال شركة Stern Stewart وهو يعبر عن أرباح الشركة التشغيلية مخصوماً منها صافي الاستثمار الجديد في رأس المال العامل، وفي أخر الثمانينات من القرن الماضي تم تطوير مفهوم (FCF) إلى

مفهوم جديد عُرف بـــ EVA وتم تطبيقها على قطاعات التـــصنيع والبيـــع بالتجزئـــة وشـــركات الخدمات، وفي أواخر التسعينات من ذات القرن واجهت EVA تحديات مع المؤســـسات الماليـــة وشركات الموارد الطبيعية والتعدين تكمن في إدارة المخاطر، وعولجت هـــذه القـــضايا بـــبعض التعديلات التي أجريت على بعض الأمور المحاسبية والتي انتقدت بأنها تخدم الإدارة على المـــدى القصير، وذلك بالطبع لا يعتبر في مصلحة المساهمين المهتمين بتعظيم قيمة الـــشركة ، وتـــسعى شركة Stern Stewart حالياً بتنفيذ جيلها الثالث الذي يهدف إلى دمج إدارة العمليات و التخطـــيط الاستراتيجي و السياسة المالية و إدارة الشركات لاتخاذ القرار المناسب علـــى المـــدى القـــصير والمتوســـط والطويـــل الأجـــل و أطلـــق عليـــه إطـــار الثـــروة المـــضافة ويـــشمل الأداتـــين: (www.sternstewart.com).

2- Wealth Added Index (WAI™) مؤشر الثروة المضافة.

3- Relative Wealth Added (RWA™) الثروة النسبية المضافة.

واصلت شركة Stern Stewart تطورها ونجاحها ، واتجهت إلى تزويد نخبة من المستثمرين في Wall Street بدورات متقدمة تهدف إلى إيصال الطريقة الصحيحة لتطبيق استراتيجيات EVA داخل الشركة للوصول إلى نتائج مرضية حال استعمالها في المشاريع الضخمة، واحتوى الهيكل

التخطيطي لــEVA على عدد من النظم المالية كالمحاسبة المالية والمحاسبة الإدارية وأساليب تقويم الأداء جميعها تحت مسمى ®EVA (ROSS,2000,p123).

ولم يخلو هذا النجاح من بعض العقبات، فنظراً لاختلاف البيئة الأمريكية عــن غيرهــا ظهــرت العديد من الانتقادات على الأساليب والأسس التي وضعتها شركة Stern Stewart فــي تطبيقهــا للحصول على مؤشرها، فيرى البعض أنه من الصعب تطبيق نموذج EVA في أية بيئــة أعمــال بشكل مطلق لما يتطلبه من بيانات تفصيلية لا تتوفر في أي سوق مالي، كما ذكر البعض الآخــر أن الشركة قد خرجت في تعديلاتها التي أجرتها على الدخل المتبقــي للحــصول علــى المؤشــر ®EVAعن المبادئ المحاسبية المتعارف عليها (Milano,2000,p120).

ويعتقد الباحث أن تطبيق مؤشر الأداء ®EVA بحذافيره وبنفس الأسس والأساليب التي تقــدمها شركة Stern Stewart يحتاج إلى سوق يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة والفاعليــة، نظــراً لمــا تتطلبه EVA من معلومات دقيقة ومهمة لا تتضمنها العديد من معايير الإفصاح المحاســبي فــي الأسواق المالية ، إلا أنه من الممكن الحصول على EVA بشكل يتناسب مع بيئة العمل الموجودة بها وبقدر البيانات المتوفرة ، وهذا ما سيتضح من خلال الدراسة التطبيقية في الفــصل الثالــث ، ومن جهة أخرى فإن خروج EVA عن المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ليس بالأمر الجديــد

فالعديد من المبادئ المحاسبية كالتكلفة التاريخية والقيمة العادلة يدور حولها الكثير من الجدل على مدى الالتزام بها وفاعلية تطبيقها ، والفيصل الوحيد لإنهاء الجدل حول EVA واستراتيجياتها من وجهة نظر الباحث هو إجراء العديد من الدراسات التطبيقية على الشركات المساهمة في بيئات متعددة لفترات زمنية مختلفة لاكتشاف مدى فاعليتها في قياس الانجاز وتحقيق نتائج تتنبأ بعوائد الأسهم الحقيقية.

مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

القيمة الاقتصادية المضافة هي مقياس للربح الاقتصادي، ويتم احتسابها بأخذ الفرق بين صافي الربح التشغيلي بعد خصم الضريبة NOPAT (Net Operating Profit After Tax) وتكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر، وتُحدد تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر بالمتوسط المرجح لتكلفة الدين ورأس المال المساهم ومبلغ رأس المال المستخدم (الرواشدة،2000،ص17) .
وهناك أيضاً طريقة مرادفة أخرى لحساب EVA بحيث يتم ضرب رأس المال بالفرق بين العائد على رأس المال و تكلفة رأس المال. إذا كان أحد أهداف الشركة هو زيادة EVA بشكل مستمر، نلاحظ من هذه المعادلة أنه يمكن تحقيقها بأربع طرق مختلفة.

أولاً، يمكن للشركة أن تنمي عملها من خلال الاستثمار عند زيادة العوائد على تكلفة رأس المال.

ثانياً، يمكن للشركة تحسين كفاءة التشغيل القائمة لرأس المال الحالي، بزيادة العائد على رأس المال.

ثالثاً، يمكن للشركة أن تجني عوائد من استثماراتها الخاسرة، حيث المردود أقل من تكلفة رأس المال، وبالكاد أن يكون هناك أمل للتحسن، وبالتالي فإن الأموال الناتجة عن هذه العوائد لا تترك للمساهمين وتستخدم في صنع استثمارات جديرة بالاهتمام في أماكن أخرى.

رابعاً، يمكن للشركة زيادة نسبة الدين إلى رأس المال، حيث يقلل ذلك من تكلفة رأس المال و لا يهدد المرونة أو استمرارية الشركة. (www.sternsewart.com)

وفي الحقيقة، فان EVA و القيمة الحالية الصافية Net Present Value (NPV) يتفقان حسابياً (أبو العلا،2001، ص24)، بحيث يمكن للشركات أن تطمئن بأن زيادة EVA هي دائما شيء جيد للمستثمرين وهذا لا ينطبق بالتأكيد على ربحية السهم الواحد أو التدفقات النقدية الحرة لوجود عوامل أخرى مثل قوة العرض والطلب و عوامل أخرى سيتم ذكرها في الفصول اللاحقة.

أهمية القيمة الاقتصادية المضافة

القيمة الاقتصادية المضافة هي أقرب معيار مالي في إظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للمنظمة (أبو العلا،2001،ص16) ،القيمة الاقتصادية المضافة تجعل المديرين يركزون على كم ستولد الشركة عوائد فوق تكلفة رأس المال لأي استثمار مطروح؟

لذا هناك مجموعة من الأسباب التي قد توضح أهمية استخدام القيمة الاقتصادية المضافة منها:

1- إنها الطريقة الصحيحة لحساب أرباح (عوائد) حملة الأسهم

إن إدخال تكلفة رأس المال في حسابات القيمة الاقتصادية المضافة هو أهم ما يميزها، فمن خلال الطرق المحاسبية التقليدية قد تبدو بعض الشركات رابحة ولكن الكثير منها في الحقيقة لم يحقق أي ربح. وبالتالي المبدأ الأساسي هو أن القيمة الاقتصادية المضافة لا تقوم بحساب ما إذا كان المشروع أو الصفقة مربحة أم لا ؟ ولكن تقيس إذا ما كان الربح الناتج كافٍ لتعويض رأس المال المستعمل في المشروع أم كان يمكن استغلاله في فرصة بديلة أخرى؟

وهكذا نستطيع أن نجد مشروعاً ما رابحاً بالنسبة للتقارير المحاسبية، بينما هو خاسر بالنسبة للتقارير الاقتصادية. (Milano,2000,p118)

2- معيار مالي يفهمه المديرون التنفيذيون

تتميز القيمة الاقتصادية المضافة بأن مبادئها بسيطة ومن السهل شرحها للمديرين عامة والمديرين الماليين خاصة، وفي الغالب يجد المديرون غير الماليين صعوبة في فهم بعض الأدوات المالية مثل مفهوم الدخل المتبقي أو مفهوم درجة النمو المستقبلية و غيرها من المصطلحات و المفاهيم المحاسبية المالية التقليدية، ومن هنا فإن القيمة الاقتصادية المضافة تستطيع تسهيل عملية الاتصال

معهم من خلال سهولة فهمها وأيضا من خلال رفع درجة التكاتف والتعاون داخل المنظمة بين مختلف المديرين .(Marius et al, 2008, p84)

3- تحقق الاتساق بين القرارات الإدارية وثروة حملة الأسهم

لقد ابتكر ستيرن ستيوارت "القيمة الاقتصادية المضافة"؛ ليساعد المديرين على استعمال قاعدتين ماليتين أساسيتين أثناء عملية اتخاذ القرار، وهما (Marius et al,2008,p85):

القاعدة الأولى:

الهدف المالي الأولي لأي شركة يجب أن يكون زيادة ثروة حملة الأسهم.

إن النظرية المالية الإدارية الحديثة تعمل على أساس فرضية أساسية، وهي أن الهدف الرئيسي للشركة هو زيادة ثروة حملة الأسهم، والذي يتم ترجمته بزيادة قيمة الأسهم العادية مقارنة مع باقي الأهداف الباقية التي لها تأثير بسيط، فمثلاً زيادة الربح على المدى القصير لا يعطي أي أهمية للمستثمرين لكن زيادة ثروة حملة الأسهم بزيادة قيمة الأسهم العادية هي غاية طويلة الأجل من أجل استمرارية الشركة. علماً بأن المحاسبة عند نشأتها كانت تسعى لهذا المفهوم "مفهوم الربح الاقتصادي" إلى أن تغير مفهوم الدخل وأصبح " الدخل المحاسبي " (Schroeder ,2005,p.128).

القاعدة الثانية:

قيمة الشركة تعتمد على درجة توقع المستثمرين لمدى تعدي الأرباح المستقبلية تكلفة رأس المال.

يهتم المستثمرون في سوق الأوراق المالية على الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية للشركات عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري ، وعند إعادة بناء توقعاتهم وتقويم استثماراتهم تتأثر

الشركة بشكل عام على إظهار معلومات عن الأرباح المستقبلية وبالتالي تأثيرها على سعر سهم الشركة في البورصة بشكل خاص ، فمثلاً أثبتت بعض الدراسات في الولايات المتحدة أنه في المتوسط يتابع حملة الأسهم حركة أسعار أسهمهم بمعدل لا يقل عن نصف ساعة يومياً، مما يجعلهم عرضة للتأثر النفسي السلبي وخاصة في حالات انخفاض الأسعار مما يدفعهم لاتخاذ قرارات غير صحيحة.

4- إزالة التشويش وتعدد الأهداف

معظم الشركات تستخدم معايير مختلفة للتعبير عن الأهداف المالية، فمثلاً الخطط الإستراتيجية يتم التعبير عنها بواسطة النمو في الأرباح وحصة السوق، بينما المنتجات وخطوط الإنتاج داخل المصنع يتم التعبير عن أدائها المالي بهوامش الأرباح أو تدفقاتها النقدية، في حين نجد أن وحدات الأعمال يتم تقييمها بواسطة العائد على رأس المال أو بالمقارنة بمستوى الربح المتوقع في الموازنة.

النتيجة الحتمية لعدم الاتساق في القياسات والأهداف والمفاهيم غالباً ما يكون لها انعكاسات سلبية على عمليات التخطيط والاستراتيجيات والقرارات ، في حين أن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة تجنبنا مثل هذا التشويش باستخدام معيار مالي واحد يربط بين جميع أنواع القرارات ويجعلها مركزة على شيء واحد: كيف يمكننا زيادة ثروة حملة الأسهم؟ (Farzad et al,2000,p116)

حساب القيمة الاقتصادية المضافة

ولكي نتعرف أكثر على ما يعنيه مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة لنأخذ المثال التالي :-

لو كان صافي أرباح شركة ما خلال العام بعد خصم الضرائب هو 100000 دينار أردني ، فهذا يعرف بصافي الربح كما في الأنظمة المحاسبية التقليدية، وعلى أساسه يتم حساب ربح الشركة وحساب العائد على الاستثمار و الأصول و الأسهم .

بينما لحساب القيمة الاقتصادية المضافة، نحتاج أولاً لحساب رأس المال المستثمر في الشركة الذي يحقق ذلك الربح، ثم نحتاج ثانياً لحساب نسبة تكلفة رأس المال، فعلى سبيل المثال إذا كان رأس المال يبلغ 300000 دينار وبفرض أن نسبة تكلفة رأس المال تعادل 10%، فهنا نستطيع أن نحدد تكلفة رأس المال حسب المعادلة الآتية :

تكلفة رأس المال = رأس المال × نسبة تكلفة رأس المال

30000 = 300000 × 10%

ولحساب القيمة الاقتصادية المضافة نطرح تكلفة رأس المال من الربح الصافي للشركة حسب المعادلة الآتية :

القيمة الاقتصادية المضافة = الربح الصافي – تكلفة رأس المال

وبطرح تكلفة رأس المال (30000 دينار) من الربح الصافي، نحصل على القيمة الاقتصادية المضافة. القيمة الاقتصادية المضافة = 100000 − 30000 = 70000 دينار ، نستنتج من ذلك أن القيمة الاقتصادية المضافة تذهب إلى أبعد من النظم المحاسبية التقليدية بتضمنها تكلفة رأس المال في حساباتها .

قد يتساءل البعض لماذا يتم خصم تكلفة رأس المال من الربح الصافي؟ على الرغم من أنه لا يتم دفع هذا المال وإنما يتم ذلك حسابياً فقط؟ والجواب هو بأنه قد يوجد فرصة بديلة أفضل لرأس المال المستثمر في هذا المشروع، فمثلاً بدلاً من أن نضع هذه الثلاثمائة ألف دينار في هذا المشروع، كان من الممكن أن نضعها في حساب وديعة في بنك بمتوسط معدل ربح 10% مثلاً، وبالتالي علينا طرح تكلفة الفرصة البديلة من الربح الصافي.

عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة بالموجب فهذا يعني أن الشركة تولد عوائد استثمارية من رأس المال هي أعلى من عائد استثماري في فرصة بديلة، أما عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة بالسالب، فهذا يعني أن الشركة لم تولد عائداً كافياً لتغطية رأس المال.(Marius,2008,p93). ومن هنا يمكن أن نستنتج بأن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، والفرق بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي هو تكلفة رأس المال، حيث أن المحاسب لا يخصم تكلفة رأس المال المستعمل في المشروع، بينما يخصم الاقتصادي تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستعمل في المشروع.

وبالتالي المبدأ الأساسي هو أن القيمة الاقتصادية المضافة لا تقوم بحساب ما إذا كان المشروع أو الصفقة مربحة أم لا ؟ ولكن تقيس إذا ما كان الربح الناتج كافٍ لتعويض رأس المال المستعمل في ذلك المشروع أو تلك الصفقة أم كان يمكن استغلاله في فرصة بديلة أخرى؟

وهكذا نستطيع أن نجد مشروعاً ما رابحاً من وجهة نظر التقارير المحاسبية، بينما هو خاسر من وجهة نظر التقارير الاقتصادية (هذا في حالة إذا كان هذا الربح المحاسبي لا يغطي العائد المطلوب على رأس المال المستعمل).

خلاصة القول أنه حتى الشركات الرابحة لا تصنع دائماً قيمة حقيقية ما لم تكسب بالدرجة الكافية التي تؤهلها لتغطية تكاليف الديون التي عليها، وتكاليف الفرصة البديلة لاستعمال رأس المال. وبمرور الوقت، الشركة التي تحقق قيمة اقتصادية مضافة بالسالب، سيتجنبها المستثمرون؛ لأنها لا تعطي معدلاً كافياً على رأس المال وسيقوم المستثمرون بتحويل استثماراتهم إلى شركة أخرى.

الربح المحاسبي و القيمة الاقتصادية المضافة

تلجأ الشركات في نهاية الفترة المحاسبية إلى إصدار قوائمها المالية بهدف إظهار وبيان وضعها المالي من خلال إعداد الميزانية العمومية التي تُظهر نتائج أعمالها خلال تلك الفترة، وإعداد قائمة الدخل التي تحتوي على جميع الإيرادات والمصروفات التي ساهمت في تحقيقها خلال فترة زمنية معينة، نستطيع من خلالها معرفة الأرباح أو الخسائر التي تحققها الشركة، ويستطيع أيضاً المستثمر معرفة نتيجة أعمال الشركة خلال تلك الفترة الزمنية.

ففي أوائل التسعينات وجه الانتقاد إلى الربح المحاسبي المبني على أساس الاستحقاق بحجة أنه لا يساعد كلا من الشركة والمستثمر في اتخاذ القرارات الداخلية والخارجية لعدم تأثره بالبيئة الخارجية للشركة والتغيرات الاقتصادية المحيطة بها، فهو لا يتطابق مع التدفق النقدي الحقيقي في نهاية الفترة، ومن هنا بدأ التوجه إلى ما يسمى بالربح الاقتصادي (Milano,2000,p118) الذي وصف بأنه يرتبط بالأحداث الخارجية للشركة، ونتيجة لذلك قامت المؤسسات المهنية المحاسبية

بجهد كبير قي تحسين جودة المعلومات المحاسبية، حتى تعكس صورة أدق وأوضح عما هي عليه فأصدر تبعاً لذلك مجلس معايير المحاسبة الأمريكي Financial Accounting Standard Board (FASB) خلال العقود الماضية أكثر من مائة معيار محاسبي بهدف تحسين المعلومة المحاسبية إلا أنها لم تحقق ولم تعكس أي ارتباط بواقع السوق الاقتصادي، كما قامت بورصة الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية لعام 1996م بإجراء بحث استقصائي على مجموعة من الشركات التي قامت بعمليات التقويم بسبب عمليات الاندماج الحاصلة في الفترة مابين 1990م _ 1995م واستنتجت أن أسعار الشركات بعد التقويم قدرت قيمتها السوقية مابين 2 – 9 مرات ضعف قيمتها الدفترية، وكما كان متوقعاً أخذت شركة البرمجيات و الاتصالات و شركات الأدوية القيم المرتفعة، في حين أخذت البنوك والمؤسسات العامة و شركات السيارات القيم المنخفضة (Ross,2000,p126) ويرجع الفرق بين المجموعتين إلى اختلاف نسب النمو في ذلك الوقت، ومن خلال ذلك نستنتج أن إجمالي قيمة المنشأة السوقية لم تعتمد مطلقاً على قيم الشركات الدفترية أو معلومات القوائم المالية ولكنها اعتمدت على نسبة النمو التي تتأثر بالوضع الاقتصادي العام في السوق.

ومن جهة أخرى هناك بعض الدراسات التي أثبتت نجاح الربح المحاسبي في اتخاذ القرارات المستقبلية، فأوصى(الزبيدي والكيلاني، 2004) من خلال دراستهما على بورصة عمان المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالتركيز على الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية للشركات عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري، بسبب وجود تجاهل أو ضعف في إمكانية استخدام

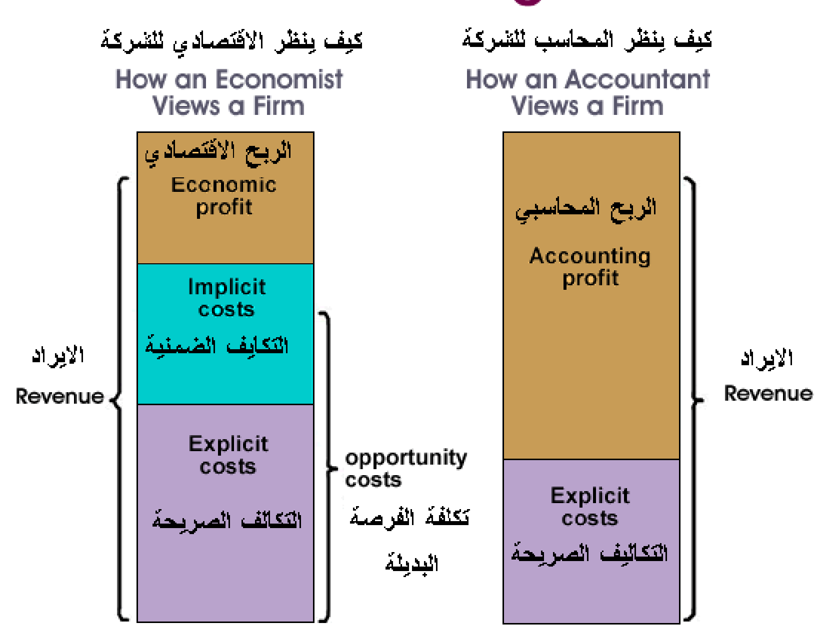
مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ويعزى ذلك إلى ضعف دور المدراء الماليين في اتخاذهم للقرارات المالية وإحاطتهم بالعوامل التي تؤثر على سعر سهم الشركة في البورصة.

إذن هناك تضارب بين الدراسات حول إمكانية الاعتماد على الربح المحاسبي كمؤشر للعوائد المستقبلية للأسهم أو أن الربح الاقتصادي هو الأجدر بذلك، وبالتالي أي المؤشرات التي من الممكن أن تعكس عوائد الأسهم بشكل أفضل المؤشرات الاقتصادية أم المحاسبية؟ فالاختلاف القائم بين المنظور المحاسبي والاقتصادي للأرباح يكمن في اهتمام المحاسبة التقليدية بجمع الإيرادات والمصروفات وعدد من البيانات المحاسبية الخاصة بالفترة معتمدة على التكاليف والإيرادات في فترة زمنية وفقاً لأساس الاستحقاق، أما الربح الاقتصادي فهو امتداد ما بين العائد على الشركة وتكلفة رأس المال المستثمر بقيمته السوقية بالإضافة إلى اخذ كل من العائد على تكلفة الفرصة البديلة و المخاطر المرتبطة بالشركة بعين الاعتبار(ROSS,2000,p16) .

وليس من الصعب على الشركة أو المستثمر تحويل الأرباح من المنظور المحاسبي إلى المنظور الاقتصادي المعتمد على التدفقات النقدية ويمكن ملاحظة هذا التحول من خلال النموذج التالي:-

شكل رقم (2)

الربح من المنظور الاقتصادي مقابل المحاسبي



Source: www. mrski-apecon-2008.wikispaces.com/chapter13

نلاحظ من الشكل رقم (2) بأن الربح الاقتصادي هو عبارة ناتج طرح إجمالي الإيرادات من إجمالي التكاليف (الضمنية والصريحة) أي تكلفة الفرصة البديلة، وتعني التكلفة الضمنية بأنها أي تكلفة إضافية للتكاليف الرئيسية وهي عادة غير مسجلة أو مخفية مثل تكلفة الخدمات التي يقوم بها مالك الشركة أو الإدارة في الشركة لإدارة شؤون الشركة (أبو غزالة ، 2001) ، والربح المحاسبي هو عبارة عن ناتج طرح إجمالي الإيرادات من إجمالي التكاليف (الصريحة فقط) ، ونلاحظ أيضاً بأن الربح المحاسبي بالأغلب يكون أكبر من الربح الاقتصادي لأنه لا يشمل تكلفة الفرصة البديلة.

لذا يتضح بأن الربح الاقتصادي يعتمد على عدد من التعديلات المعاكسة للمبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً(GAAP)، وسنستعرضها لاحقاً عند ذكر التعديلات المتعددة التي نصحت بها شركة Stern Stewart لترفع من قدرة مؤشر EVA في الارتباط بالتقلبات الاقتصادية في الأسواق المالية، وأكد الاقتصاديون على أن دراسة تكلفة الفرصة البديلة هي من أهم النقاط التي يجب على الملاك و القائمين على المشاريع التخطيط لها، فمن خلالها يستطيعون اختيار المشاريع التي تحقق نجاحا اكبر على مستوى السوق، و من هذا المنطلق وصفت المبادئ المحاسبية بالقصور عند حسابها لعوائد الأسهم من خلال (GRANT,2003,p19):-

1- إساءة تطبيق فكرة تكلفة الفرصة البديلة.

2- الإخفاق في التمييز بين مصالح كبار الملاك وصغار الملاك.

التعديلات الضرورية التي أجرتها شركة Stern Stewart على البيانات المحاسبية للحصول على نتائج تتوافق مع الربح الاقتصادي للشركة

إن حساب القيمة الاقتصادية المضافة يتم عند إعداد القوائم المالية حسب المبادئ المحاسبية المتعارف عليها ، وهذه التعديلات يجب أن تتم على كل من رأس المال (Capital) وصافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب (NOPAT) .

ومن أجل تحديد أي التعديلات التي تقوم بها القيمة الاقتصادية المضافة والتي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار فإنه يجب تطبيق بعض القواعد التالية : (الرواشده ، 2006،ص 18)

1. المادية: يجب أن يكون التعديل للقيمة الاقتصادية المضافة أثر مادي .

2. التحفيز: يجب أن يكون للتعديل اثر في صنع القرار .

3. إمكانية الحصول على المعلومات اللازمة (توفر البيانات): حيث يجب توفر البيانات اللازمة لإجراء هذه التعديلات.

4.السهولة (البساطة): ليس بالشرط أن تكون التعديلات معقدة وغير ضرورية بل يجب أن تتصف بالسهولة والبساطة.

هذه القواعد قد تساعد على تقليص كمية البيانات اللازمة وتُسهل عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة. ولقد أجرت شركة Stern Stewart بشكل عام نوعين من التعديلات كما يلي :-

النوع الأول : التعديلات على قائمة الدخل

اهتم هذا النوع من التعديلات بإجراء بعض التغييرات على عناصر قائمة الدخل ، من خلال نقل بعض بنودها إلى رأس المال المستثمر باعتبارها أحد مصادر الاستثمار المولدة للتدفقات النقدية، بهدف إزالة التشويش الحاصل في الربح المحاسبي والحد من أساليب التلاعب الإداري.

ومن هذه البنود (www.sternstewart.com) :-

1- تكاليف البحث والتطوير

لاحظت العديد من الدراسات أن رسملة تكاليف البحث والتطوير كونها أحد العوامل المؤثرة على التغير في أسعار الأسهم المستقبلي هي شيء ايجابي، وفي هذا السياق أجرى (Ahmad I, 2006) دراسة تطبيقية على سوق الأسهم البريطانية أستنتج من خلالها أن رسملة تكاليف البحث والتطوير كان لها أثراً إيجابياً في قدرة المستثمر على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم أكثر من اعتبارها مصروف في قائمة الدخل، كما أثبت(George A, 2001) أن تكاليف البحث والتطوير لا ترتبط بشكل مباشر بعوائد الأسهم ، بل ترتبط على المدى الطويل برفع القيمة السوقية للشركات لما لها من الأثر الإيجابي على زيادة معدلات المبيعات من عام لأخر، ويعتقد أيضاً (George A, 2001) أن رسملة تكاليف البحث والتطوير كانت سبباً لمنع العديد من حالات الغش والتلاعب .

أما موقف المعايير الدولية(معيار رقم 38 الفقرة 115) من رسملة تكاليف البحث و التطوير كما يلي :-

يجب إثبات تكاليف البحث والتطوير كمصروفات في الفترة التي تحدث فيهـا، ويجـوز رسـملة تكاليف التطوير فقط وإثباتها كأصل غير ملموس، ويتم إطفاؤه في الفترات المحددة بطريقة تتوافق مع المنافع المحققة إذا توافرت فيها الشروط التالية مجتمعة :-

أ – تحديد المنتج أو العملية بوضوح، وإمكانية فصل وقياس التكاليف المرتبطة بالمنتج أو العمليـة بطريقة موثوق بها.

ب- ثبوت الجدوى الفنية للمنتج أو العملية.

ج- عزم المنشأة على إنتاج وتسويق أو استخدام المنتج أو العملية.

د- وجود سوق للمنتج أو العملية، وفى حالة استخدام المنتج أو العملية داخـل المنـشأة، يجـب التأكد من المنفعة التي تعود على المنشأة.

هـ- وجود موارد كافية ومتاحة أو التأكد من أن هذه الموارد يمكن توفيرهـا لإكمـال مـشروع التطوير وتسويق المنتج أو استخدام المنتج أو العملية.

ويجب ألا يزيد مقدار تكاليف التطوير التي يتم إثباتها كأصل غير ملموس عن المقـدار المحتمـل استرداده من المنافع المستقبلية.

2- استنفاذ الشهرة

تُعامل المبادئ المحاسبية الشهرة بأنها أحد الأصول غير الملموسة ويرى مروجي EVA أننا لابد أن نتعامل مع الشهرة معاملة الأصول غير القابلة للإهلاك، وذلك بإضافة مجموع أقساط اسـتنفاذ الشهرة إلى رأس المال المستثمر، وإضافة استنفاذ الفترة إلى قائمة الدخل، وذلك للتخلص من أثـر استنفاذه في القوائم المالية، لأن هذه البنود لا تشير إلى أي تدفق نقدي تتحمله الشركة، وبالتـالي لا

تفرض عليه ضرائب مالية، فلا ضرورة لتواجد هذه البنود في قائمة الدخل، كما أن رسملة استنفاذ الشهرة يزيد من دعم معدلات العائد على الاستثمار للاقتراب من المعدلات الاقتصادية فإلغاء استنفاذ الشهرة من قائمة الدخل يؤثر على تقويم الأداء في السنة الحالية، ولكنه يحسن من قياس الإنجاز المرتبط بالأنشطة التشغيلية للفترات المحاسبية القادمة.(الرواشدة،2006،ص21)

3- الفروق الضريبية

نقصد بالفروق الضريبية الفرق بين المبلغ المستحق دفعه عن الضرائب المترتبة على المنشاة وبين المبلغ الذي تم دفعه فعلاً من بداية الفترة المحاسبية إلى نهايتها من قبل المنشأة ، ويبقى حساب الضرائب المستحقة في قائمة المركز المالي ويرحل من سنة لأخرى، بالإضافة إلى أنه لا يعبر عن أي تدفق نقدي متحقق فعلا، وهذا من معوقات التقويم الصحيح لقيمة الشركة.

فالاحتفاظ ببند الضرائب المستحقة يعني التغافل عن قيم التدفق النقدي الحر وعدم مراعاة تغير القيمة الحالية له، كما أن الاحتفاظ به ضمن الالتزامات للمحافظة على مستوى الاستثمار يخفض من قيمة الشركة، بالتالي تكون معدلات العائد على رأس المال المستثمر أقل من معدلات العائد الاقتصادي، فإضافة الضرائب المستحقة إلى رأس المال المستثمر وإضافة الزيادة في الفروق الضريبية إلى صافي الدخل، هو التعديل الذي أوصت به شركة Stern Stewart لإزالة التشويش الحاصل في نتائج القوائم المالية.(www.sternstewat.com)

4- مصروف الإهلاك

من المنطق أن يتم توزيع تكلفة أي أصل ثابت على الفترات المحاسبية بمقدار الفائدة المستفادة من هذا الأصل ولكن الواقع المحاسبي لا يفترض ذلك، فعند حساب معدلات الإهلاك نلاحظ ما يلي من وجهة نظر شركة Stern Stewart :

1. ارتفاع مبلغ الاهتلاك في بداية حياة الأصل يعني انخفاض الضرائب عموماً، وهذا يقابله ارتفاع معدل الضرائب عن حصص الإهلاك نهاية حياة الأصل الإنتاجي في حال عدم استخدام طريقة القسط الثابت .

2. تقدير عمر الأصل الإنتاجي، فأحياناً يتم الاستغناء عن الأصل قبل نهاية عمره الإنتاجي المقدر بذلك سنحتفظ بجزء من حصص الإهلاك تحت مسمى خسائر .

3. توحيد تكاليف الصيانة لجميع الأصول : فتقدم العمر الإنتاجي للأصول يقابله زيادة تكاليف الصيانة وانخفاض مخصصات الإهلاك .

وتعترض شركة Stern Stewart على التجاوزات السابقة بأن معادلة الإنفاق لا تسير في الخط المستقيم، فلا بد من مراعاة القيم الحالية للإيرادات التي تحققها الأصول وتخصيص إهلاك الأصول خلال الفترة بنسبة القيمة الحالية للإيراد المتحقق خلالها، حتى نستطيع الحصول على معدلات عائد على الاستثمار مساوية لمعدل العائد الاقتصادي واتخاذ القرارات على المدى القصير .(www.sternstewart.com)

2- النوع الثاني التعديلات على قائمة المركز المالي :-

يركز هذا النوع من التعديلات على تنقيح قيم بعض بنود قائمة المركز المالي للحد مـن أسـاليب التلاعب التي يتبعها بعض أفراد الإدارة بالتأثير السلبي على صافي الدخل من خلال هذه البنـود، كجرد المخزون نهاية الفترة المحاسبية وحسابات الديون المشكوك في تحصليها وغيرها وكما يلي:

1- الجرد

نلاحظ أن كلا من الطريقتين، طريقة الوارد أولاً صادر أولاً FIFO (First In First Out) وطريقة المتوسط المرجح (Weighted Average Inventory Method) لا تثيرا اعتراض الاقتصاديين لأن التقويم فيهما يقترب من القيم الحالية للسوق، وانتقدت شركة Stern Stewart طريقة LIFO في أنها تثير بعض المشاكل عند تقييم مخزون الشركة، حتى تم إلغائها من قبل هيئة المعايير الدولية، وبذلك تم تحييد هذه المشكلة.

2- مخصصات الديون المشكوك في تحصيلها

تنشأ هذه الحسابات من خلال مبادئ وسياسات مالية صحيحة ولكنها تشوه مـن القيمـة السـوقية للشركة الذي ينعكس تأثيرها على حملة الأسهم. وتهدف تعديلات شركة Stern Stewart من هذه الحسابات إلى إزالة التشويه المحاسبي الحاصل في نتائج قوائم الشركة الماليـة ، فتتسـبب هـذه الحسابات بحدوث فارق كبير بين القيم الاقتصادية والتدفقات النقدية للشركة كما أن هذه التعديلات

تحد من اتجاه الإدارة إلى استغلال هذه المخصصات للتلاعب في الأرباح، ونتيجة لذلك فلا بد من إضافة هذه المخصصات إلى رأس المال المستثمر وصافي دخل الأنشطة التشغيلية قبل الضرائب لتعكس الواقع الاقتصادي السليم لقيمة الشركة .

وأخيراً، لم تلجأ Stern Stewart إلى خلق هذه التعديلات تحدياً للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها، ولكنها لجأت إلى مبادئ جديدة للأسباب التالية (www.sternstewart.com):-

1- تعمل التعديلات على تحويل صافي الربح المحاسبي إلى واقع اقتصادي الذي يعبر عن الحاجة لتحليل الدخل بطريقة تمكننا من إيجاد العلاقة بين تكلفة رأس المال المستثمر والعائد عليه، مما يوفر للشركة وللمستثمرين معلومات تساهم في نجاح الخطط المستقبلية ورفع قيمة الشركة والاستثمارات.

2- تساعد هذه التعديلات في تحسين أداء المدراء خاصة عند اتخاذ القرارات، ويزداد ذلك التحسين إذا عملت كقاعدة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالعناصر المتغيرة كتقدير المخصصات.

3- على الرغم من المساواة بين التدفق النقدي الحقيقي للشركة والعائد الاقتصادي، إلا أن هناك ثغرات تحدث اختلافا بين القيمتين تؤدي إلى اتخاذ قرارات تتسبب كثيراً في إحداث أضرار كبيرة على الخطط المستقبلية للمنشأة فأتت هذه التعديلات لتسد تلك الثغرات.

مقدمة :-

لقد تضمن الإطار العملي للدراسة قياس التغيرات التي حصلت لمتغيرات الدراسة خلال سنوات الدراسة (2007–2009)، وبيان أهم الأسباب التي أثرت على متغيرات الدراسة، علماً بأنه لم يتم إدخال سنة 2010 ضمن فترة البحث بسبب انجاز معظم عمليات التحليل قبل إصدار الشركات قوائمها المالية لسنة 2010 ، ومن ثم اختبار الفرضيات لكل سنة من سنوات الدراسة ، من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : قياس التغيرات التي حدثت على متغيرات الدراسة من 2007 إلى 2009 .

المبحث الثاني : اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

قياس التغيرات التي حدثت على متغيرات الدراسة من 2007 إلى 2009

المقدمة :-

يهدف هذا المبحث إلى قياس التغير والتطور الذي حدث على متغيرات الدراسة موضوع البحث خلال فترة الدراسة (2007-2009)، على اعتبار أن عام 2007 هو عام الأساس بهدف محاولة إيجاد العلاقة بين المتغيرات، وربط مقدار التغيير الذي حدث لكل متغير مستقل مع المتغير التابع ومحاولة معرفة أي من المقاييس التقليدية أو الحديثة كان له الأثر الأكبر على المتغير التابع (السعر السوقي للسهم).

جدول رقم (2)

التغير في أسعار الأسهم من 2007 إلى 2009

Change in Price (2007-2009)	M.Price 2009	Change in Price (2007-2008)	M.Price 2008	M.Price 2007	رقم الشركة
-0.89	3.75	-0.88	3.76	4.64	1
-0.36	1.38	-0.36	1.38	1.74	2
-0.44	2.86	-1.43	1.87	3.3	3
-1.2	2.5	-1.2	2.5	3.7	4
-0.21	0.57	-0.38	0.4	0.78	5
0.34	1.7	0.14	1.5	1.36	6
0.52	1.39	-0.25	0.62	0.87	7
0.08	0.72	0	0.64	0.64	8
-0.27	1.2	-0.14	1.33	1.47	9
-0.97	7.5	-1.48	6.99	8.47	10
-1.57	1.12	-0.21	2.48	2.69	11
-0.97	0.79	-0.83	0.93	1.76	12
-0.31	0.31	-0.19	0.43	0.62	13
-0.2	1.08	-0.18	1.1	1.28	14
0.03	0.93	-0.17	0.73	0.9	15
-0.1	1.9	0.01	2.01	2	16
-0.04	0.58	-0.11	0.51	0.62	17
-0.21	3.14	-0.91	2.44	3.35	18
-1.21	2.74	-1.81	2.14	3.95	19
1.32	36.21	0.26	35.15	34.89	20
5.99	18	7.49	19.5	12.01	21
-3.85	7.1	-4.5	6.45	10.95	22
-1.46	2.39	-2.36	1.49	3.85	23
-0.76	0.95	-0.73	0.98	1.71	24
-0.44	1.37	-0.09	1.72	1.81	25
0.01	0.67	0	0.66	0.66	26
-0.56	0.55	-0.01	1.1	1.11	27
-2.79	2.05	-2.44	2.4	4.84	28
-0.54	0.5	-0.37	0.67	1.04	29
-0.71	0.63	-0.33	1.01	1.34	30
-0.78	0.55	-0.24	1.09	1.33	31
-2.42	0.68	1.18	4.28	3.1	32
-1.84	3.5	-1.18	4.16	5.34	33
-1.6	1	-1.54	1.06	2.6	34
-0.99	1.53	-0.79	1.73	2.52	35
0.02	0.91	0	0.89	0.89	36
-1.33	0.94	-1.39	0.88	2.27	37
-0.61	0.61	-0.57	0.65	1.22	38
-2.48	4.62	-2.03	5.07	7.1	39
-0.49	0.31	-0.48	0.32	0.8	40
-1.13	0.73	-0.96	0.9	1.86	41
0.84	2.76	0	1.92	1.92	42
-0.17	0.51	-0.3	0.38	0.68	43

يُظهر الجدول رقم (2) التطورات والتغييرات التي حدثت على أسعار أسهم الشركات موضوع البحث خلال فترة الدراسة (2007–2009)، ويتبين من الجدول أعلاه (على اعتبار أن عام 2007 هو عام الأساس)، أن التغير في أسعار الأسهم كان سلبياً ما بين سنة 2007 وسنة 2008 لمعظم الشركات ، حيث تراجعت أسعار أسهم 34 شركة أي ما نسبته 79% من إجمالي الشركات عينة الدراسة، بينما تزايدت أسعار أسهم 5 شركات وبنسبة 11.6%، و بقيت 4 شركات أسعار أسمها كما هي وبنسبة 9.4%، علماً بأن التغيرات ما بين سنة 2007 وسنة 2009 كانت سلبية أيضاً، حيث تراجعت أسعار أسهم 25 شركة أي ما نسبته 58.1% من إجمالي الشركات المبحوثة بينما تزايدت أسعار أسهم 18 شركة أي ما نسبته 41.9% من إجمالي عينة الشركات.

لقد أدت الأزمات المتكررة في العالم إلى فقدان بعض الثقة بنشاط تداول الأسهم في مختلف بورصات العالم ومنها بورصة عمان، فقد تراجع عدد المساهمين حسب موقع بورصة عمان من 992 ألف مساهم في عام 2007 إلى 806 آلاف مساهم مع بداية شهر تشرين أول من عام 2010، أما عدد المساهمين الذين انسحبوا من الشركات المساهمة العامة عبر هذه البورصة فقد بلغ خلال نفس الفترة 186 ألف مساهم، بعدما تبين لهم أن الاستثمار في بورصة عمان هو عمل غير مُجدِ، فإضافة لتآكل رؤوس أموالهم ومُدخراتهم بفعل انخفاض أسعار ما لديهم من أسهم، فإن عدداً كبيراً من الشركات حققت خسائر تشغيلية سنوية كبيرة، أما التي حققت أرباحاً فلم توزع منها سوى نسبة ضئيلة جداً، لا تتناسب مع المخاطر العالية للاستثمار في تلك الشركات. إلا انه في عام 2008 قد تمكنت بورصة عمان من تحقيق بعض المؤشرات الإيجابية على الرغم من استمرار تداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد حافظ الاستثمار الأجنبي في البورصة على نفس

الوتيرة المتصاعدة وحقق خلال العام 2008 زيادة إيجابية، كما ارتفعت أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة وعدد العقود المنفذة في البورصة. فنلاحظ أن ما شاهدناه في السوق الأردني من تراجع في أداء السوق المالي فأسبابه ليست فقط أزمة ائتمان كما حدث في الغرب بل أزمة سيولة أيضاً، تسبب فيها ما حدث من احتيال من قبل بعض الشركات التي ادعت التعامل مع البورصات العالمية فامتصت من السوق ما يقدره البعض بمليار إلى مليار ونصف دينار أردني.

(www.ase.com.jo)

جدول رقم (3)
التغير في العائد على السهم من 2007 إلى 2009

Change in EPS 2007-2009	EPS 2009	Change in EPS 2007-2008	EPS 2008	EPS 2007	رقم الشركة
0.13	0.3	0.02	0.19	0.17	1
0.07	0.15	-0.02	0.06	0.08	2
0.03	0.06	-0.05	-0.02	0.03	3
-0.34	-0.1	-0.21	0.03	0.24	4
6.05	6.05	-0.6	-0.6	0	5
0.02	0.15	0.04	0.17	0.13	6
-0.17	-0.1	-0.34	-0.27	0.07	7
0.13	0.05	0.11	0.03	-0.08	8
-0.12	0.05	-0.2	-0.03	0.17	9
0.02	0.22	-0.11	0.09	0.2	10
-0.15	-0.09	-0.06	0	0.06	11
-0.52	-0.02	-0.47	0.03	0.5	12
-0.12	-0.11	-0.1	-0.09	0.01	13
0.02	0.13	0.04	0.15	0.11	14
0.16	-0.11	0.24	-0.03	-0.27	15
0.02	0.08	0.06	0.12	0.06	16
-0.12	-0.34	-0.38	-0.6	-0.22	17
0.23	0.49	0.11	0.37	0.26	18
-0.23	0.08	-0.07	0.24	0.31	19
-0.22	1.58	1.94	3.74	1.8	20
0.63	1.24	2.57	3.18	0.61	21
-0.04	0.76	0.02	0.82	0.8	22
-0.06	0.18	-0.52	-0.28	0.24	23
0.01	0.11	-0.17	-0.07	0.1	24
0	0.06	-0.1	0.04-	0.06	25
-0.09	-0.09	-0.28	-0.28	0	26
-0.04	-0.28	0.28	0.04	-0.24	27
-0.26	-0.01	-0.21	0.04	0.25	28
-0.04	-0.08	-0.1	0.14-	-0.04	29
-0.05	-0.03	0.03	0.05	0.02	30
-0.21	-0.22	-0.12	0.13-	-0.01	31

32	0.03	0.02	-0.01	-0.2	-0.23
33	0.48	0.35	-0.13	0.04	-0.44
34	0.02	0.49-	-0.51	0.11	0.09
35	0.1	0.06	-0.04	-0.22	-0.32
36	0.02	0.04	0.02	0.01	-0.01
37	0.16	-0.18	-0.34	0.07	-0.09
38	0.08	0.05	-0.03	0.04	-0.04
39	0.43	0.27	-0.16	0.29	-0.14
40	-0.12	-0.15	-0.03	-0.05	0.07
41	0.11	0.11	0	0.01	-0.1
42	0.08	0.66	0.58	-0.03	-0.11
43	-0.13	-0.13	0	-0.17	-0.04

أما من حيث ربحية السهم الواحد (EPS) فيشير الجدول أعلاه إلى أن العائد على أسهم 26 شركة أي ما نسبته 60.4% من إجمالي عينة الدراسة المبحوثة قد تراجع خلال الفترة 2007-2008 بينما ارتفع العائد في 17 شركة وبنسبة 39.6%، أما التغيرات للعائد ما بين سنتي 2007 و 2009 شهد تراجع 27 شركة أي ما نسبته 62.8 % من إجمالي عينة الدراسة خلال الفترة 2007 -2009 بينما تزايد العائد على السهم لــ 16 شركة أي ما نسبته 38.8% .

وبالنسبة لأداء الأسهم في بورصة عمان، نلاحظ بأن النمو في صافي أرباح الشركات لعام 2007 جاء شاملاً لجميع القطاعات، وبلغ نحو 26% (مع الأخذ بالاعتبار محصلة أي خسائر لبعض الشركات)، بينما بلغ معدل نمو رؤوس أموال نفس هذه الشركات 9.3% فقط ، وهذا مؤشر ايجابي للغاية، حيث أن نمو الأرباح بوتيرة أعلى من نمو رؤوس الأموال يؤدي إلى نمو معدل حصة السهم الواحد من الأرباح والذي ارتفع بواقع 15% (www.ase.com.jo) ، ويعزى ذلك الارتفاع بشكل أساسي إلى الارتفاع في أسعار أسهم بعض الشركات الصناعية، والتي تمتاز باستخراج المواد الأولية والتي تأثرت أسعار أسهمها بالارتفاع الكبير الذي شهده أسعار هذه المواد عالمياً والذي بدوره ساهم في زيادة أرباح هذه الشركات، مما زاد الطلب على أسهم هذه الشركات

من قبل المستثمرين كما ارتفعت أسعار أسهم عدد من الشركات في قطاعات أخرى، والتي شهدت أسعار منتجاتها ارتفاعاً كبيراً.

ومن العوامل الأخرى التي لها تأثير كبير على عائد السهم بشكل واضح، هو سعر الفائدة ويعتبر سعر الفائدة بأنه المحرك الأساسي لتوظيفات رأس المال وانتقاله بين الأسهم والسندات والبنوك، وذلك لاعتباره الفرصة البديلة للمستثمر فإذا كان سعر الفائدة مرتفعاً، فإن المستثمر سوف يضع أمواله في البنك للحصول على نسبة محددة من الفوائد. وإذا كان سعر الفائدة منخفضاً فإن المستثمر سوف يتجه إلى استثمارات أخرى تعود عليه بعوائد كبيرة كالأسهم والسندات.

. (www.ase.com.jo)

جدول رقم (4)
التغير في العائد على الأصول من 2007 إلى 2009

Change in ROA 2007-2009	ROA 2009	Change ROA 2007-2008	ROA 2008	ROA 2007	رقم الشركة
1.72	7.46	0.29	6.03	5.74	1
1.29	6.43	-1.08	4.06	5.14	2
1.55	4.77	-1.95	1.27	3.22	3
-13.09	-4.46	-6	2.63	8.63	4
4.19	5.7	-60.18	-58.67	1.51	5
1.22	9.72	2.37	10.87	8.5	6
-19.62	-8.74	-26.35	-15.47	10.88	7
7.76	4.2	6.56	3	-3.56	8
-1.95	5.52	-4.36	3.11	7.47	9
-0.15	10.47	-5.74	4.88	10.62	10
-6.85	-1.91	-2.18	2.76	4.94	11
-5.23	-0.57	-1.22	3.44	4.66	12
-13.17	-12.06	-10.3	-9.19	1.11	13
0.8	7.34	3.6	10.14	6.54	14
9.99	-2.57	16.62	4.06	-12.56	15
-0.91	3.84	1.29	6.04	4.75	16
11.6	-2.45	-1.44	-15.49	-14.05	17
4.63	13.52	2.77	11.66	8.89	18
-4.82	3.24	-1	7.06	8.06	19
-13.19	15.23	7.65	36.07	28.42	20
0.46	16.65	27.75	43.94	16.19	21
-2.15	15.84	0.22	18.21	17.99	22
-1.99	8.28	-20.52	-10.25	10.27	23
0.23	6.19	-8.16	-2.2	5.96	24
0.53	2.57	-3.49	-1.45	2.04	25
-13.71	-13.77	-41.51	-41.57	-0.06	26
-12.12	-40.84	33.56	4.84	-28.72	27
-10.61	1.28	-8.17	3.72	11.89	28
-4.95	-6.32	-8.21	-9.58	-1.37	29
-3.87	-2.4	3.7	5.17	1.47	30
-5.67	-6.3	-2.55	-3.18	-0.63	31
-4.13	-0.34	-0.13	3.66	3.79	32
-14.49	1.3	-6.67	9.12	15.79	33
3.38	5.58	-17.98	-15.78	2.2	34
-9.99	-4.88	-2.65	2.46	5.11	35
-0.64	0.83	2.43	3.9	1.47	36
-3.26	3.59	-16.29	-9.44	6.85	37
-2.37	4.62	-1.89	5.1	6.99	38
0.7	6.35	-0.27	5.38	5.65	39
3.64	-0.87	-1.63	-6.14	-4.51	40
-4.73	1.5	0.29	6.52	6.23	41
-4.87	1.18	-0.61	5.44	6.05	42
-4.45	-11.59	-0.51	-7.65	-7.14	43

وبالنسبة للعائد على الأصول (ROA) فيشير الجدول أعلاه لسنة 2007–2008 أن التغير كان تراجعاً ل 29 شركة بنسبة 67.4% من إجمالي عينة الدراسة، وارتفاع 14 شركة بنسبة 32.6%. والتغير في سنة 2007–2009 شهد تراجع 27 شركة من إجمالي عينة الدراسة أي ما نسبته 62.7% بينما تزايد بـــ 16 شركة بنسبة 37.3% للشركات موضوع البحث.

نلاحظ من الجدول أعلاه إن انخفاض معدل العائد على الأصول، الذي يقيس مدى نجاح الشركات في استخدام موجوداتها أو أصولها لتوليد الأرباح كان مرافقاً للانخفاض الذي حدث على أسعار الأسهم الذي كان بسبب انخفاض صافي الربح بعد الضريبة لمعظم الشركات، فقد انخفض صافي الربح بعد الضريبة لـــ 24 شركة بنسبة 55.9% ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى الأزمات العالمية التي ضربت المنطقة والعالم ككل، بداية من أزمة الرهانات الأمريكية ثم الأزمة المالية العالمية بشكل عام، وما حصل من جدل واضح حول اتهام معايير المحاسبة الخاصة بالقيمة العادلة بأنها تعد من أهم أسباب نشوء هذه الأزمة العالمية.

جدول رقم (5)
التغير في العائد على حقوق الملكية من 2007 إلى 2009

Change in ROE 2007-2009	ROE 2009	Change in ROE 20072009	ROE 2008	ROE 2007	رقم الشركة
4.59	11.25	0.58	7.24	6.66	1
2.94	7.75	-1.52	3.29	4.81	2
2.68	4.66	-3.22	-1.24	1.98	3
-17.34	-5.63	-10.16	1.55	11.71	4
4.4	4.76	-111.4	-111.04	0.36	5
0.52	10.76	1.92	12.16	10.24	6
-27.44	-12.8	-37.79	-23.15	14.64	7
10.1	3.98	8.33	2.21	-6.12	8
-8.33	3.55	-13.89	-2.01	11.88	9
-0.06	12.44	-6.95	5.55	12.5	10
-11.3	-7.2	-4.04	0.06	4.1	11
-5.48	-1.59	-1.11	2.78	3.89	12
-25.98	-24.89	-17.17	-16.08	1.09	13
0.88	8.76	2.05	9.93	7.88	14
19.35	-18.88	34.14	-4.09	-38.23	15
1.22	4.45	2.96	6.19	3.23	16
12.35	-49.63	-83.06	-145.04	-61.98	17
11.55	24.73	7.84	21.02	13.18	18
-8.24	3.1	-0.34	11	11.34	19
-20.19	18.42	9.9	48.51	38.61	20
-4.17	19.66	33.38	57.21	23.83	21
-3.62	24.19	-0.91	26.9	27.81	22
1.15	12.79	-34.16	-22.52	11.64	23
1.27	8.08	-12.85	-6.04	6.81	24
0.37	3.4	-5.16	-2.13	3.03	25
-14.3	-14.36	-41.92	-41.98	-0.06	26
-32.66	-71.15	45.19	6.7	-38.49	27
-18.67	-0.73	-16.66	1.28	17.94	28
-5.2	-8.86	-10.72	-14.38	-3.66	29
-5	-3.27	3.59	5.32	1.73	30
-18.39	-32.42	0	-14.03	-14.03	31
-22.3	-20.05	-0.91	1.34	2.25	32
-20.94	1.51	-10.97	11.48	22.45	33
5.61	6.63	-32.61	-31.59	1.02	34
-20.07	-14.07	-2.78	3.22	6	35
-0.85	0.88	2.24	3.97	1.73	36
-4.28	5.28	-24.35	-14.79	9.56	37
-3.92	3.49	-2.74	4.67	7.41	38
0.68	6.01	-0.17	5.16	5.33	39
5.9	-7.86	-6.5	-20.26	-13.76	40
-7.92	1.15	-0.12	8.95	9.07	41
-8.11	-2.52	-1.01	4.58	5.59	42
-7.29	-16.39	-1.42	-10.52	-9.1	43

وبالنسبة للعائد على حقوق الملكية (ROE) فإن الجدول بمؤشراته لسنة 2007-2008 لا يختلف عن باقي الجداول السابقة حيث أن التغير كان تراجعاً لـــ 30 شركة بنسبة 69.7% من إجمالي عينة الدراسة، وارتفاع 13 شركة بنسبة 30.3%. والتغير في سنة 2007 و2009 شهد تراجع 26 شركة من إجمالي عينة الدراسة أي ما نسبته 60.5% بينما تزايد بـــ 17 شركة بنسبة 39.5 % للشركات موضوع البحث.

وهو طبيعي حيث أن نسبة التغير في العائد على حقوق الملكية لسنوات الدراسة قريبة من نسبة التغير في العائد على الأصول، لأن كلا المؤشرين يعتمدان على صافي الربح بعد الضريبة، وكما لاحظنا سابقاً فأن عدداً كبيراً من الشركات حققت خسائر تشغيلية سنوية كبيرة، أما التي حققت أرباحاً فلم توزع منها سوى نسبة ضئيلة جداً، لا تتناسب مع المخاطر العالية للاستثمار في تلك الشركات.

جدول رقم (6)

التغير في القيمة الاقتصادية المضافة من 2007 إلى 2009

Change in EVA 2007-2009	EVA 2009	Change in EVA 2007-2008	EVA 2008	EVA 2007	رقم الشركة
2504358.315	5301000.033	165382.897	2962024.615	2796641.718	1
1292659.859	2678648.568	-512591.223	873397.486	1385988.709	2
343245.000	597625.000	-405670.000	-151290.000	254380.000	3
-490050.973	-198850.973	-243866.000	47334.000	291200.000	4
920722.989	655402.984	-7883346.669	-8148666.674	-265320.005	5
458806.807	1612058.818	424872.484	1578124.495	1153252.011	6
-2073977.626	-1024177.626	-2398300.000	-1348500.000	1049800.000	7
722476.479	343088.166	562489.000	183100.687	-379388.313	8
-511857.000	201488.000	-823457.000	-110112.000	713345.000	9
27750.849	329679.664	-169581.949	132346.866	301928.815	10
-1139526.000	-707600.000	-426110.000	5816.000	431926.000	11
-329154.892	-98731.000	-61116.145	169307.747	230423.892	12
-781053.000	-737219.000	-638745.000	-594911.000	43834.000	13
131652.000	800182.080	218741.000	887271.080	668530.080	14
718087.659	-491218.341	1085126.000	-124180.000	-1209306.000	15
104628.000	335173.000	239963.000	470508.000	230545.000	16
2118787.000	-879319.000	-846728.000	-3844834.000	-2998106.000	17
4708094.563	9656582.459	2237957.935	7186445.832	4948487.897	18
-3865896.377	400209.620	-1198189.001	3067916.995	4266105.997	19
-18667621.240	129488468.754	161161831.179	309317921.173	148156089.994	20
46148154.017	90349088.127	192015733.091	236216667.200	44200934.109	21
-1876870.708	46291494.752	1149165.425	49317530.884	48168365.459	22
1247258.660	6054260.000	-14679521.794	-9872520.454	4807001.340	23
771405.048	981522.000	-902864.277	-692747.326	210116.952	24
15072.527	378640.502	-649057.806	-285489.831	363567.975	25
-454461.168	-455126.168	-1399431.771	-1400096.771	-665.000	26
-105379.370	-844824.147	868534.105	129089.328	-739444.777	27
-3974149.787	-1481366.296	-2493644.565	-861.074	2492783.491	28
-530730.000	-1093049.000	-1367865.000	-1930184.000	-562319.000	29
-718458.409	-507544.409	350559.211	561473.211	210914.000	30
-2122865.000	-2190331.000	-1007100.000	-1074566.000	-67466.000	31
-1594715.882	-1631574.645	-38023.700	-74882.463	-36858.763	32
-1484268.000	199219.000	-117236.000	1566251.000	1683487.000	33
318635.000	393143.000	-1822862.000	-1748354.000	74508.000	34
-34454580.981	-25671727.388	-5502797.959	3280055.635	8782853.594	35
-2934915.000	-1282380.000	0.000	1652535.000	1652535.000	36
-635474.000	1306420.936	-5419225.000	-3477330.064	1941894.936	37
-247255.244	222361.510	-162775.665	306841.089	469616.754	38
467278.788	1698124.605	-366453.178	864392.639	1230845.818	39
702386.279	-778182.262	-496489.276	-1977057.817	-1480568.542	40
191026.031	561983.000	-12203.000	358753.969	370956.969	41
-328271.575	-104703.889	-32523.676	191044.010	223567.686	42
-355656.604	-1299495.160	-27079.000	-970917.556	-943838.556	43

وبالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) فيشير الجدول أعلاه لــسنة 2007–2008 أن 30 شركة شهدت تراجعاً بنسبة 69.7% من إجمالي عينــة الدراســة، وارتفــاع 13 شــركة بنــسبة 30.3%. وبالنسبة لسنة 2007–2009 يشير الجدول أعلاه إلى تراجع 23 شركة أي ما نــسبته 53.4% في حين تزايد لــ 20 شركة أي ما نسبته 46.6%.

يجب التسليم بأن هناك عوامل أخرى متعددة تؤثر في أسعار الأسهم تتعدى المتغيرات المالية، مثل معلومات جديدة عن اقتصاديات الشركات، مؤشرات الاقتصاد الوطني، معدلات أسعار الفوائد، حجم السيولة المتاحة، آثار الأزمة العالمية، وأيضا تتأثر أسعار الأسهم نتيجة عوامل مصطنعة مثل الإشاعات، والتأثير المتعمد الذي يقوم به بعض نشطاء السوق الذين يستطيعون رفع الأسعار أو خفضها بالتواطؤ فيما بين عدد منهم ودون أن تكون هناك أية مبررات أو تغيرات تستدعي ذلك (www.ase.com.jo) .

اختبار الفرضيات

مقدمة :-

يدرس الجزء التطبيقي من هذه الدراسة علاقة المتغيرات المستقلة (مقاييس الأداء التقليدية ومقياس القيمة الاقتصادية المضافة) بأسعار الأسهم، وذلك من اجل القيام باختبار الفرضيات وسيتم من خلال إجراء اختبار الارتباط الخاص بجميع متغيرات الدراسة، وكذلك سيتم إجراء اختبارات الانحدار البسيطة والمتعددة لجميع متغيرات الدراسة وذلك للوصول إلى نتائج تدعم أو ترفض الفرضيات.

نتائج التحليل الإحصائي

وفق متغيرات الدراسة المحددة سابقاً لجأ الباحث إلى نموذج تحليل (ANOVA) لإثبات مدى صحة فرضيات البحث ومضمونها .

وقد أسفر التحليل الإحصائي كما يظهر في الجدول رقم (7) عن وجود علاقة خطية متوسطة وأحياناً ضعيفة بين مقاييس الأداء التقليدية ROA، ROE، EPS ومتغير أسعار الأسهم السوقية (Market Price)، بينما أظهرت النتائج عن قوة العلاقة الخطية بين متغير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومتغير أسعار الأسهم للشركات الصناعية في بورصة عمان.

جدول رقم (7)

معامل التحديد R^2 لمتغيرات الدراسة المستقلة

المتغيرات المستقلة	R^2 2007	R^2 2008	R^2 2009	Average
EVA	%91.2	%92.5	%88.7	%90.8
EPS	%84.4	%88.8	%7.1	%60.1
ROA	%38	%34.1	%17.9	%30
ROE	%26.6	%19.9	%13.1	%19.8

إذ تشير النتائج إلى أن معامل التحديد (R^2) بالمتوسط لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة بلغ (90.8%) خلال فترة الدراسة وهذا يُعبر عن أن التغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم 90.8% منها ناشئة عن التغير الذي يحصل في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) مما يدل على قوة العلاقة بين المتغيرين. وهذا الاستنتاج يؤكد مضمون المنهج النظري للقيمة الاقتصادية المضافة كأحد المتغيرات الجوهرية المؤثرة في أسعار الأسهم في أسواق المال العالمية وعلى وفق ما تم الترويج له خلال السنوات الأخيرة، وبالصورة التي يزعمها مروجي هذا النموذج ومؤيدي استخدامه، باعتبار أن القيمة الاقتصادية المضافة منهجاً شاملاً وسبباً رئيسياً في إعادة هندسة نظم الإدارة المالية في شركات الأعمال وفي تعظيم وزيادة الأسعار السوقية للأسهم.

حيث تتفق هذه النتائج مع دراسة (GEORGE A, 2007) التي أشارت نتائجها بأن الشركات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة تكون نسبة النمو بإرباح أسهمها أعلى مقارنة مع تلك الشركات التي لا تطبق مقياس القيمة الاقتصادية. .

أما مقاييس الأداء التقليدية وهي ربحية السهم الواحد EPS والعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE فكان معامل التحديد بالمتوسط (R^2) لهذه المتغيرات (60.1% ، 30% ، 19.8%) على التوالي، ومن خلال هذا التحليل تبين بأن هنالك اختلافات بالقوة التفسيرية للمقاييس التقليدية ويلاحظ أيضاً من خلال قيم (R^2) أن نسبة ما يفسره المتغير EPS أعلى نسبة يليه المتغير ROA ثم المتغير ROE كأدنى نسبة. وهذا أيضاً يتوافق مع نتائج الجداول (5،4،3) التي أشارت إلى انخفاض هذه النسب خلال سنوات الدراسة.

وتتفق هذه النتائج مع دراسة (AHMAD I, 2006) حيث أشارت نتائج هذه الدراسة بان مقاييس الأداء التقليدية وصافي الدخل، وصافي الدخل بعد الضريبة، لهم تأثير أيضاً من خلال ارتباطهم بعوائد وأسعار تلك الأسهم بنسب متفاوتة، ويعود الباقي لعوامل أخرى ذكرها الباحث ومنها: عوامل العرض والطلب، الرضا الوظيفي، نوعية وجودة الخدمات، نسبة نمو الحصة السوقية للشركة.

نتائج التحليل لسنة 2007

مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA

بلغ معامل التحديد (R^2) بين القيمة الاقتصادية المضافة و أسعار الأسهم 91.2% أي أن التغير في القيمة الاقتصادية المضافة يفسر 91.2% من التغيير الحاصل في أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية وتعكس هذه النتيجة معامل ارتباط (R) حيث بلغ 95.5% كما يظهر في الجدول رقم(8) .

جدول رقم (8)

نتيجة اختبار (t) للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم لسنة 2007

t المحسوبة	t الجدولية	SIG t	نتيجة الفرضية العدمية	r	r2	ثابت	B
20.579	2.0181	0.000	رفض	0.955	0.912	2.086	2.196E-07

إحصائياً فإن معادلة الانحدار يمكن اشتقاقها على النحو التالي :-

$$M.price = 2.086 + 2.196\ E\text{-}07(EVA)$$

تفسر هذه المعادلة، أن زيادة وحدة واحدة من القيمة الاقتصادية للشركات لعام 2007 سوف يؤدي إلى زيادة في أسعار الأسهم لتلك الشركات ولنفس السنة بمقدار 2.196 E-07، وهذه المعادلة يمكن قبولها لوصف العلاقة بين المتغيرين وبدرجة ثقة تصل إلى 95%.

وتبعاً لقاعدة القرار: تقبل الفرضية (HO) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أكبر من 0.05 ونرفض الفرضية (HO) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05، فإننا نرفض الفرضية العدمية (HO) ونقبل الفرضية البديلة (Ha) وهذا يعني أنه **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**

مقاييس الأداء التقليدية

بلغ معامل التحديد (R^2) لمقاييس الأداء التقليدية وهي ربحية السهم الواحد EPS والعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE (84.4% ، 38% ، 26.6%) على التوالي. وتعكس هذه النتيجة معامل ارتباط (R) حيث بلغ (91.9% ، 61.6% ، 51.6%) كما يظهر في الجدول رقم (9) .

جدول رقم (9)

نتيجة اختبار (t) للعلاقة بين كل من EPS, ROA,ROE وبين أسعار الأسهم لسنة 2007

المتغير المستقل	t المحسوبة	t الجدولية	SIG t	نتيجة الفرضية العدمية	r	r2	ثابت	B
EPS	14.886	2.5181	0.000	رفض	.919	0.84	1.107	18.698
ROA	5.009	2.0181	0.000	رفض	0.616	0.38	1.882	-3.758E-02
ROE	3.859	2.0181	0.000	رفض	0.516	0.266	2.958	-7.098E-02

وللتعرف على التأثيرات المباشرة للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع في صورة نموذج خطي وكذلك لتحديد نسبة إسهام كل متغير مستقل في المتغير التابع، فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد *Multiple Regression Analysis*.

إحصائياً فإن معادلة الانحدار المتعدد يمكن اشتقاقها على النحو التالي :-

M.price = 0.967+ 18.698 (EPS) -3.758E-02 (RAO)- 7.098E-02 (ROE)

وتفيد هذه المعادلة في تأكيد أن التغير في قيمة أي متغير من المتغيرات المستقلة يقابله تغير في قيمة المتغير التابع، ولكن من الصعب تفسير أثر أي متغير من المتغيرات المستقلة من خلال معامل انحداره الجزئي غير المعياري وكذلك من الصعب التعرف على الإسهام النسبي للمتغير المستقل في المتغير التابع في هذه الحالة، وهنا تتضح أهمية معاملات الانحدار الجزئي المعيارية

والتي تعرف باسم *Beta* أو *Standardized Coefficients* والتي توضح الأهمية النسبية لتأثير كل متغير مستقل في المتغير التابع، وفي هذه الحالة فإن تغير قيمة أي متغير مستقل بمقدار درجة معيارية واحدة يسهم في تغير الدرجة المعيارية للمتغير التابع بمقدار *Beta*، أو بمعنى أخر كل درجة معيارية لأي متغير مستقل تؤثر في الدرجة المعيارية للمتغير التابع بمقدار *Beta* .

وتشير المعادلة السابقة في حالة تغير المتغير المستقل (ربحية السهم الواحد، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية) بدرجة معيارية واحدة فهذا يُسهم في تغير الدرجة المعيارية للمتغير التابع (السعر السوقي للسهم) بمقدار *Beta* أي (18.698 ، ‎-3.758E-02 ، ‎-7.098E-02) على التوالي . وهنا يمكن ملاحظة أن نسبة ما يفسره المتغير *EPS* أعلى نسبة ويليه المتغير *ROA* ثم يليه المتغير *ROE* كأدنى نسبة .

وتبعاً لقاعدة القرار: تقبل الفرضية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أكبر من 0.05 ونرفض الفرضية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، والقيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05، فإننا نرفض الفرضية العدمية (HO) ونقبل الفرضية البديلة (Ha)، وهذا أنه **يعني توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء التقليدية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية** ومن خلال هذا التحليل يٌمكن أن نستنتج العلاقة بين الفرضيات الثلاث الفرعية كما يلي :

- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**
- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**
- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية .**

والنتيجة العامة انه هناك تأثير وارتباط لمقاييس الأداء التقليدية(سواء منفردة أو مجتمعة) على أسعار الأسهم، وكذلك فان متغير القيمة الاقتصادية المضافة له ذات التأثير على أسعار الأسهم إلا أن الأخير له تأثير أعلى وأكبر من مقاييس الأداء التقليدية.

نتائج التحليل لسنة 2008

مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA

بلغ معامل التحديد (R^2) بين القيمة الاقتصادية المضافة و أسعار الأسهم 92.5% أي أن التغير في القيمة الاقتصادية المضافة تفسر 92.5% من التغيير الحاصل في أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية وتعكس هذه النتيجة معامل ارتباط (R) حيث بلغ 96.2% كما يظهر في الجدول رقم (10) .

جدول رقم (10)

نتيجة اختبار (t) للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم لسنة 2008

t المحسوبة	t الجدولية	SIG t	نتيجة الفرضية العدمية	r	r2	ثابت	B
22.439	2.0181	0.000	رفض	0.962	0.925	1.675	9.629E-08

إحصائياً فإن معادلة الانحدار يمكن اشتقاقها على النحو التالي :-

M.Price = 1.675 + 9.629E-08 (EVA)

تفسر هذه المعادلة أن زيادة وحدة واحدة من القيمة الاقتصادية للشركات لعام 2008 سوف يؤدي إلى زيادة في أسعار الأسهم لتلك الشركات ولنفس السنة بمقدار 9.629E-08 وهذه المعادلة يمكن قبولها لوصف العلاقة بين المتغيرين وبدرجة ثقة تصل إلى 95%.

وتبعاً لقاعدة القرار: تقبل الفرضية (HO) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أكبر من 0.05 ونرفض الفرضية (HO) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05، فإننا نرفض الفرضية العدمية (HO) ونقبل الفرضية البديلة (Ha) وهذا يعني أنه **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**

ويمكن ملاحظة هذه العلاقة من خلال ما تم قياسه في المبحث الأول من تغيير في أسعار الأسهم لسنة 2008 و ما قابله تغيير في القيم الاقتصادية المضافة للشركات، حيث تراجعت أسعار أسهم 34 شركة أي ما نسبته 79% من إجمالي الشركات عينة الدراسة، بينما تزايدت أسعار أسهم 5

شركات وبنسبة 11.6%، و بقيت 4 شركات أسعار أسمها كما هي وبنسبة 9.4%، وبالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة فإنها شهدت تراجع 30 شركة بنسبة 69.7% من إجمالي عينة الدراسة، وارتفاع 13 شركة بنسبة 30.3% ، وهنا نستطيع أن نفسر هذه العلاقة من خلال تقارب نسب التغيير للعامل المستقل والتابع ويعود الباقي لعوامل أخرى مثل العرض والطلب على الأوراق المالية عموماً وعوامل أخرى تم ذكرها سابقاً .

مقاييس الأداء التقليدية

بلغ معامل التحديد (R^2) لمقاييس الأداء التقليدية وهي ربحية السهم الواحد EPS والعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE (88% ، 34.1% ، 19.9%) على التوالي وتعكس هذه النتيجة معامل ارتباط (R) حيث بلغ(93.8% ، 58.4% ، 44.7%) كما يظهر في الجدول رقم (11) .

جدول رقم (11)

نتيجة اختبار (t) للعلاقة بين كل من EPS, ROA,ROE وبين أسعار الأسهم لسنة 2008

المتغير المستقل	t المحسوبة	t الجدولية	SIG t	نتيجة الفرضية العدمية	r	r2	ثابت	B
EPS	17.315	2.5181	0.000	رفض	.938	.88	1.768	8.235
ROA	4.607	2.0181	0.000	رفض	0.584	0.341	2.839	-3.700E-02
ROE	3.19	2.0181	0.003	رفض	.447	.199	3.371	-2.403E-02

وللتعرف على التأثيرات المباشرة للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع في صورة نموذج خطي وكذلك لتحديد نسبة إسهام كل متغير مستقل في المتغير التابع فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد *Multiple Regression Analysis*.

إحصائياً فإن معادلة الانحدار المتعدد يمكن اشتقاقها على النحو التالي :-

M.price = 1.476 + 8.235 (EPS) -3.700E-02 (ROA) -2.403E-02 (ROE)

إذ تشير المعادلة السابقة في حالة تغير المتغير المستقل (ربحية السهم الواحد،العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية) بدرجة معيارية واحدة فهذا يُسهم في تغير الدرجة المعيارية للمتغير التابع (السعر السوقي للسهم) بمقدار *Beta* أي(8.235، 3.700E-02- ، 2.403E-02-) على التوالي. وهنا يمكن ملاحظة أن نسبة ما يفسره المتغير *EPS* أعلى نسبة، يليه المتغير *ROA* ثم المتغير *ROE* كأدنى نسبة.

وتبعاً لقاعدة القرار: تقبل الفرضية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أكبر من 0.05 ونرفض الفرضية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية. والقيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05، فإننا نرفض الفرضية العدمية (HO) وتقبل الفرضية البديلة (Ha)، وهذا **يعني توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء التقليدية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية** ومن خلال هذا التحليل يُمكن أن نستنتج العلاقة بين الفرضيات الثلاث الفرعية كما يلي :

- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**

- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**

- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية .**

ويمكن ملاحظة هذه العلاقة من خلال ما تم قياسه في المبحث الأول من تغيير في أسعار الأسهم لسنة 2008 و ما قابله تغيير في المقاييس التقليدية للشركات، حيث تراجعت أسعار أسهم 34 شركة أي ما نسبته 79% من إجمالي الشركات عينة الدراسة، بينما تزايدت أسعار أسهم 5 شركات وبنسبة 11.6%، و بقيت 4 شركات أسعار أسمها كما هي وبنسبة 9.4%، وبالنسبة لربحية السهم الواحد (EPS) فنلاحظ تراجع أسهم 26 شركة أي ما نسبته 60.4% إجمالي عينة الدراسة المبحوثة خلال الفترة 2007–2008 بينما ارتفع العائد من خلال 17 شركة بنسبة 39.6%. وبالنسبة للعائد على الأصول فنلاحظ تراجع 29 شركة بنسبة 67.4% من إجمالي عينة الدراسة، وارتفاع 14 شركة بنسبة 32.6%. وبالنسبة للعائد على حقوق الملكية فنلاحظ تراجع 30 شركة بنسبة 69.7% من إجمالي عينة الدراسة، وارتفاع 13 شركة بنسبة 30.3%.

كما يمكن استنتاج بأن ربحية السهم الواحد أكثر المقاييس التقليدية تأثير على أسعار الأسهم خلال سنة 2007 وسنة 2008 إلا انه يبقى أقل من تأثير مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كعامل مؤثر على أسعار الأسهم.

نتائج التحليل لسنة 2009

مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA

بلغ معامل التحديد (R^2) بين القيمة الاقتصادية المضافة و أسعار الأسـهم 88.7% أي أن التغير في القيمة الاقتصادية المضافة يُفسر 88.7% من التغيير الحاصل في أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية وتعكس هذه النتيجة معامل ارتباط (R) حيث بلغ 94.2% كما يظهر في الجدول رقم (12) .

جدول رقم (12)

نتيجة اختبار (t) للعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم لسنة 2009

t المحسوبة	t الجدولية	SIG t	نتيجة الفرضية العدمية	r	r2	ثابت	B
17.93	2.0181	0.000	رفض	0.942	0.887	1.556	2.248E-07

إحصائياً فإن معادلة الانحدار يمكن اشتقاقها على النحو التالي :-

M.Price = 1.556 + 2.248E-07 (EVA)

تفسر هذه المعادلة أن زيادة وحدة واحدة من القيمة الاقتصادية للشركات لعام 2009 سوف يؤدي إلى زيادة في أسعار الأسهم لتلك الشركات ولنفس السنة بمقدار 2.248E-07، وهذه المعادلة يمكن قبولها لوصف العلاقة بين المتغيرين وبدرجة ثقة تصل إلى 95%.

وتبعاً لقاعدة القرار: تقبل الفرضية (HO) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل مـن القيمـة الجدوليـة والقيمة المعنوية (SIG) أكبر من 0.05 ونرفض الفرضية (HO) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05، فإننا نرفض الفرضية العدميـة (HO) ونقبل الفرضية البديلة (Ha) وهذا يعني أنه توجد **علاقـة ذات دلالـة إحـصائية بـين القيمـة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**

ويمكن ملاحظة هذه العلاقة من خلال ما تم قياسه في المبحث الأول من تغيير في أسعار الأسهم لسنة 2009 و ما قابله تغيير في القيم الاقتصادية المضافة للشركات حيث تراجعت أسعار أسهم 25 شركة أي ما نسبته 58.1% من إجمالي الشركات المبحوثة بينما تزايدت أسعار أسهم 18 شركة أي ما نسبته 41.9% من إجمالي الشركات المبحوثة، وبالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة تراجع 23 شركة أي ما نسبته 53.4% في حين تزايد لـــ 20 شركة أي ما نسبته 46.6% .

وهنا أيضاً نستطيع أن نفسر هذه العلاقة من خلال تقارب نسب التغيير للعامل المستقل والتابع ويعود الباقي لعوامل أخرى تم ذكرها سابقاً.

مقاييس الأداء التقليدية

بلغ معامل التحديد (R^2) لمقاييس الأداء التقليدية وهي ربحية السهم الواحد EPS والعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE (7.1% ، 17.9% ، 13.1%) على التوالي وتعكس هذه النتيجة معامل ارتباط (R) حيث بلغ (26.6% ، 42.3% ، 36.2%) كما يظهر في الجدول رقم (13) .

جدول رقم (13)

نتيجة اختبار (t) للعلاقة بين كل من EPS, ROA,ROE وبين أسعار الأسهم لسنة 2009

المتغير المستقل	t المحسوبة	t الجدولية	SIG t	نتيجة الفرضية العدمية	r	r2	ثابت	B
EPS	1.764	2.0181	0.085	قبول	0.266	0.071	2.531	0.933
ROA	2.986	2.0181	0.005	رفض	0.423	0.179	2.59	0.274
ROE	2.491	2.0181	0.017	رفض	0.362	0.131	3.193	-2.539E-02

وللتعرف على التأثيرات المباشرة للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع في صورة نموذج خطي وكذلك لتحديد نسبة إسهام كل متغير مستقل في المتغير التابع فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد *Multiple Regression Analysis*.

إحصائياً فإن معادلة الانحدار المتعدد يمكن اشتقاقها على النحو التالي :-

M.price = 2.296 + .933 (EPS) + .274 (RAO) - 2.539E-02(ROE)

إذ تشير المعادلة السابقة في حالة تغير المتغير المستقل (ربحية السهم الواحد، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية) بدرجة معيارية واحدة فهذا يُسهم في تغير الدرجة المعيارية للمتغير التابع (السعر السوقي للسهم) بمقدار *Beta* أي (0.933، 0.274 ، 2.539E-02) على

التوالي . وهنا يمكن ملاحظة أن نسبة ما يفسره المتغير *ROA* أعلى نسبة يليه المتغير *ROE* ثم المتغير *EPS* كأدنى نسبة.

وتبعاً لقاعدة القرار: تقبل الفرضية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية والقيمة المعنوية (SIG) أكبر من 0.05 ونرفض الفرضية (Ho) إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية. والقيمة المعنوية (SIG) أقل من 0.05، فإننا نرفض الفرضية العدمية (HO) وتقبل الفرضية البديلة (Ha)، وهذا يعني أنه **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء التقليدية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية**، ومن خلال هذا التحليل يُمكن أن نستنتج العلاقة بين الفرضيات الثلاث الفرعية برفض الفرضيات العدمية ما عدا متغير ربحية السهم الواحد حيث تم قبول الفرضية العدمية كالآتي :-

- **لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**
- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم للشركات الصناعية.**
- **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم للشركات الصناعية .**

ويمكن ملاحظة هذه العلاقة من خلال ما تم قياسه في المبحث الأول من تغيير في أسعار الأسهم لسنة 2009 وما قابله من تغيير في المقاييس التقليدية للشركات، حيث تراجعت أسعار أسهم 25 شركة أي ما نسبته 58.1% من إجمالي الشركات المبحوثة بينما تزايدت أسعار أسهم 18 شركة أي ما نسبته 41.9% من إجمالي الشركات المبحوثة.

وبالنسبة لربحية السهم الواحد (EPS) فنلاحظ تراجع 27 شركة أي ما نسبته 62.8 % من إجمالي عينة الدراسة خلال الفترة 2007 –2009 بينما تزايد العائد على السهم لـــ 16 شركة أي ما نسبته 37.2% . وبالنسبة للعائد على الأصول فنلاحظ تراجع 27 شركة من إجمالي عينة الدراسة أي ما نسبته 62.8% بينما تزايد سعر سهم 16 شركة بنسبة 37.2 % للشركات. وبالنسبة للعائد على حقوق الملكية فنلاحظ تراجع 26 شركة من إجمالي عينة الدراسة أي ما نسبته 60.5 % بينما تزايد بـــ 17 شركة بنسبة 39.5 % للشركات .

يلاحظ من خلال تفسير النتائج لسنوات الدراسة جميعها بأن مقاييس الأداء التقليدية متذبذبة في تأثيرها على أسعار الأسهم فمثلاً مقياس العائد على السهم أو ربحية السهم الواحد في سنة 2007–2008 ارتفع وبلغ 84.4%، بينما انخفض إلى نسبة ضئيلة جداً سنة 2009 وبلغ 7.1%، بينما مقياس القيمة الاقتصادية بقي محافظاً على تأثيره على أسعار الأسهم وإن انخفضت النسبة بنسبة قليلة. كل ذلك يعكس بأن مقاييس الأداء التقليدية اقل كفاءة وتأثير على أسعار الأسهم من مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

النتائج

مناقشة النتائج :-

1. إن علاقة القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من علاقة مقاييس الأداء التقليدية بأسعار الأسهم، وأن مقاييس الأداء التقليدية (EPS, ROA, ROE) لا تُقدم أية معلومات إضافية لتفسير الاختلافات في أسعار الأسهم يفوق ما يوفره مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. ويعود السبب في ذلك لاعتماد مقاييس الأداء التقليدية على تكلفة الاقتراض، وتجاهل تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى تعظيم نسبة العائد بغض النظر عن تكلفة رأس المال، في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على تكلفة رأس المال وهذا قد يكون سبب قوة العلاقة .

2. يتبين من نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم في الشركات الصناعية خلال فترة الدراسة 2007-2009، كما تبين نتائج التحليل أن العلاقة بين المتغيرين (القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم) قوية مع اختلاف بسيط في قوة هذه العلاقة إذ بلغت (95.2 ، 96.2 ، 94.2) بالمائة على التوالي وتشير هذه الأرقام إلى تقارب قوة العلاقة بين المتغيرين.

ونتائج هذه الدراسة جاءت متفقة مع نتائج دراسة (GEORGE A, 2007) والتي تؤكد على قوة العلاقة بين المتغير المستقل EVA والمتغير التابع وهو السعر السوقي للسهم.

كما وأكدت هذه الدراسة بأن الشركات التي طبقت مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كانت نسبة النمو بأرباح أسهمها أعلى مقارنة مع تلك الشركات التي لم تطبق مقياس القيمة الاقتصادية

المضافة، وقد اختلفت نتائج هذه الدراسة مع دراسة الزبيدي و الكيلاني (2004) حيث أشار الباحثان أن مقاييس الأداء التقليدية مستخدمة بشكل كبير في تقييم الوحدات والتنبؤ بعوائدها وأن القيمة الاقتصادية المضافة ظهرت حديثاً وما زال الاعتماد عليها في عملية تقييم أداء الوحدات نادراً أو معدوماً.

3. يتبين من نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مقاييس الأداء التقليدية وأسعار الأسهم في الشركات الصناعية خلال فترة الدراسة 2007–2009، ويتضح من النتائج مايلي :-

- العلاقة بين العائد على الأصول وأسعار الأسهم علاقة متوسطة نسبية إذ بلغت (58.4،61.6، 42.3) بالمائة على التوالي.

- كما أن العلاقة بين العائد على حقوق الملكية وأسعار الأسهم علاقة متوسطة نسبيا أيضاً إذ بلغت (36.2، 44.6، 51.6) بالمائة على التوالي.

- ويتبين أيضا وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين ربحية السهم الواحد وأسعار الأسهم في الشركات الصناعية في عام 2007 و 2008 بينما لا توجد علاقة في عام 2009 كما تبين نتائج التحليل أن العلاقة بين المتغيرين (ربحية السهم الواحد وأسعار الأسهم) قوية في عام 2007 و 2008 وضعيفة في عام 2009 إذ بلغت (91.9 ، 93.8 ، 26.6) بالمائة على التوالي وهذا ما أشارت إليه دراسة الرواشدة (2006) من حيث العلاقة ما بين مقاييس الأداء التقليدية وعلاقتها بعوائد وأسعار الأسهم.

التوصيات

1. ضرورة تضمين القيمة الاقتصادية المضافة في القوائم المالية بالإضافة إلى المقاييس التقليدية كمؤشرات مالية وذلك ضمن نموذج متوافق مع البيانات المتاحة في شركات السوق الأردني، لما لهذا المقياس من أهمية للمستثمرين والمستفيدين ولدوره البالغ في تسهيل جهد الباحثين.
2. محاولة إجراء مقارنة واقعية في ضوء وجود شركات تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة مع شركات أخرى تعتمد على المقاييس التقليدية في ظل ظروف متكافئة لتلك الشركات.
3. تطبيق القيمة الاقتصادية المضافة على قطاعات اقتصادية أخرى مثل الشركات الخدمية والبنوك.
4. إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث لاختبار إمكانية تطبيق ونجاح القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لأداء الوحدات.

المصادر و المراجع العربية:

أولاً : الكتب :

1- أبو غزالة ، طلال ، (2001) ، **معجم أبو غزالة للمحاسبة والأعمال** ، عمان ، الأردن .

2- أبو نصار، محمد ، (2006) ، **منهجية البحث العلمي**، دار وائل، الطبعة الثانية، عمان، الأردن.

3- الخلايلة ، محمود ، (2000) ، **التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية** ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن .

4- الزبيدي ، حمزة ، (2000) ، **إدارة الاستثمار والتمويل**، دار عمان، الطبعة الثانية، عمان، الأردن.

ثانياً : المقالات المنشورة :

1- الخلايلة ، محمود ، (2001) ، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبية ومؤشرات الأداء السوقية"، **مجلة دراسات** ، مجلد 28 ، العدد 1 ، عمان.

2- الشيخ ، عماد، البلداوي، شاكر ، (2008) ، "نحو قياس أفضل لأداء الشركات من خلال التكامل بين نظام التكاليف المبني على الأنشطة ونظام القيمة الاقتصادية المضافة"، **مجلة الإداري**، العدد 114 ، عُمان.

3- الزبيدي ، حمزة، والكيلاني، قيس ، (2004) ، "إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة" ، **المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية**، مجلد 8 ، العدد 1 ، عمان.

ثالثاً : الرسائل الجامعية :

1- أبو العلا ، خلدون ، (2001) ، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية للأسهم"، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الاقتصاد للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، الجامعة الأردنية، الأردن.

2- الرواشدة ، سمير ، (2006) ، "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و مقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم"، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الاقتصاد للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، الجامعة الأردنية، الأردن.

رابعاً : الوثائق والنشرات الرسمية :

1- دليل قواعد حوكمة الشركات في الأردن للعام 2008.

2- تعليمات الإفصاح عن المعلومات والبيانات والسجلات الخاصة بمركز إيداع الأوراق المالية لسنة 2003.

3- تعليمات البنك المركزي الأردني 2004 .

Reference

Books:

1- Grant, James L. , (2003) ; **Foundation Of Economic Value Added**, 2nd edition, John Wiley and Sons Inc. , New York.

2- Lawrence, J. , Gitman,(2002) ; **Principle Of Managerial Finance** , 9th edition, John Wiley and Sons Inc. , New York.

3- Keiso D. ,WeyGandt j. , and Warfield T. ,(2011) , **Intermediate Accounting** , 13th edition , John Wiley and Sons Inc.

4- Schroeder R. , Clark M. , and Cathey J. , (2005) ; **Financial Accounting Theory And Analysis Text Readings And Cases** 8th edition,Wiley,Uk.

5- Stern, Joel M. , Shiely john S. , (2001) ; **The EVA Challenge** , John Wiley And Sons Inc. , New York.

Periodicals:

1- Ahmad I, (2006) “Is Economic Value Added More Associated With Stock Return Than Accounting Earning? The U.K Evidence”, International Journal Of Managerial Finance, Vol 2, No 4, pp.343-353.

2- Farzad F. , Joe D. , and Julla D. , (2000) ; "Economic Value Added(EVA) And Stock Returns", The Financier,Vol 7, No 1-4, pp.115-128.

3- George A, (2007) ; "Value Based Management, EVA And Stock Prices In Canada", Managerial Decision, The University of western Ontario, London, Vol 45, NO 9, pp. 1397-1411.

4- Marius P. , Valentine M. , Delia G. , and Daria S, (2008) ; "The Managerial Performances Evaluation Through The Economic Value Added", Europian Research Studies, Volume XI , Issue 4, pp.83-100.

5- Milano V. , (2000) ; "Eva And The New Economy", Journal of applied corporate finance, vol 13, no 2, pp.118-128.

6- Robert F. , Joel R. , and Susana Y. , (2005) ; "Does Economic Value Added (EVA) Improve Stock Performance Profitability?" Journal Of Applied Finance,Vol 15, No 2, pp.101-113.

7-Ross I, (2000) ; "The Stern Stewart Performance", Journal of applied corporate finance, vol 11, no 4, pp.122-134.

المواقع الإلكترونية

1- موقع بورصة عمان للأوراق المالية (www.ase.com.jo)

2- موقع البنك المركزي الأردني (www.cbj.gov.jo)

3- موقع ستيرن ستيوارت (www.sternstewart.com)

اسم الشركة	رقم الشركة
دار الدواء للتنمية والاستثمار	1
الأردنية لإنتاج الأدوية	2
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	3
الاتحاد للصناعات المتطورة	4
الموارد الصناعية الأردنية	5
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	6
الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	7
الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	8
المتكاملة للمشاريع المتعددة	9
العامة للتعدين	10
مصانع الورق والكرتون الأردنية	11
الاقبال للطباعة والتغليف	12
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	13
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	14
الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	15
الآلبان الأردنية	16
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	17
الإقبال للاستثمار	18
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	19
البوتاس العربية	20
مناجم الفوسفات الاردنية	21
مصانع الاسمنت الأردنية	22
حديد الأردن	23
الوطنية للالمنيوم	24
العربية لصناعة الالمنيوم	25
الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي	26
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	27
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	28
القدس للصناعات الخرسانية	29
أساس للصناعات الخرسانية	30
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	31
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	32
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	33
الاردنية لصناعة الأنابيب	34
مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة	35
مصانع الكابلات المتحدة	36
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	37
العربية للصناعات الكهربائية	38
مصانع الآجواخ الاردنية	39
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	40
مجموعة العصر للاستثمار	41
الألبسة الأردنية	42
مصانع الخزف الأردنية	43

Abstract

This study aims to measure the relationship between the accounting measures for traditional performance: Return on Assets (ROA) Return on Equity (ROE) and Earning per Share (EPS) on one hand and the market value of stock prices from anther hand. In addition, the study aims measure the relationship between the Economic Value Added (EVA) and the market value of stock prices. To achieve these objectives the researcher adopted the descriptive analysis to determine the relationship between the accounting measures for traditional performance and the economic value added on stock prices of Jordanian industrial companies. The study relies on the books, theses scientific references and previous studies as secondary sources. Moreover, the financial reports of the companies are used as primary sources. The appropriate statistical techniques were used to test the null Hypotheses such as T test for one sample, Pearson correlation coefficient and other methods.

The study concluded that all relationships between the independent variables and the dependent variable are statistically significant, and the most variable affecting the market price of share is the economic value added.

The Impact of Accounting Performance measures and the Economic Value Added on Stock Prices

"Empirical Study on Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange"

By

Anas Elia Eyadeh Al Masarweh

Supervisor

Doctor Emad Al Sheikh

The Thesis Was Submitted in Partial Fulfillment of the

Requirements of the Master's Degree of Arts in Accounting

Faculty of Graduate Studies

Applied Science University

June, 2011